

FIRM SIZE AS ONE OF THE DETERMINANTS OF FIRM PERFORMANCE

FIRM SIZE SEBAGAI SALAH SATU PENENTU FIRM PERFORMANCE

Muhammad Saifi¹, Intan Lifinda Ayuning Putri², Langgeng Setyono³, Kemal Sandi⁴, Lusi Kurnia⁵

Fakultas Ilmu Administrasi, Universitas Brawijaya^{1,3,4,5}

Fakultas Ekonomi and Bisnis, Universitas Brawijaya²

msaifi@ub.ac.id

ABSTRACT

This article examines the contribution of firm size as a determinant of firm performance. The novelty of the research is to develop a new model related to the determinants of firm performance, especially the firm size variable. Another novelty in this study is that it is more comprehensive in seeing the effect of investment opportunity set, capital structure, and dividend policy on company performance and dividend policy, as well as company size as a moderating variable. The number of samples is 26 companies with a period of 5 years, 2018-2022. Research hypothesis testing using Structural Equation Model (SEM) based on Partial Least Square (PLS). The results showed that investment opportunity set has a significant effect on dividend policy, capital structure has a significant effect on dividend policy, investment opportunity set has no significant effect on company performance, capital structure has no significant effect on company performance, dividend policy has a significant effect on dividend policy. Dividend policy has a significant effect on firm performance, firm size significantly moderates the effect of investment opportunity set on dividend policy, firm size does not significantly moderate the effect of capital structure on dividend policy, investment opportunity set has a significant effect on firm performance through dividend policy, capital structure has a significant effect on firm performance through dividend policy.

Keywords: *Investment Opportunity Set, Company Size, Dividend Policy, Company Performance*

ABSTRAK

Artikel ini mengkaji kontribusi ukuran perusahaan sebagai determinan kinerja perusahaan. Kebaruan penelitian adalah mengembangkan model baru terkait determinan kinerja perusahaan khususnya variabel ukuran perusahaan. Kebaruan lain dalam penelitian ini adalah lebih komprehensif artinya lebih komprehensif dalam melihat pengaruh *investment opportunity set*, struktur modal, dan kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan dan kebijakan dividen, serta ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. Jumlah sampel sebanyak 26 perusahaan dengan jangka waktu 5 tahun yaitu 2018-2022. Pengujian hipotesis penelitian menggunakan *Structural Equation Model* (SEM) berbasis *Partial Least Square* (PLS). Hasil penelitian menunjukkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, struktur modal berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, *investment opportunity set* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan, kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, ukuran perusahaan secara signifikan memoderasi pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen, ukuran perusahaan tidak signifikan memoderasi pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen, *investment opportunity set* mempunyai pengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan melalui kebijakan dividen, struktur modal mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan melalui kebijakan dividen.

Kata Kunci: *Investment Opportunity Set, Ukuran Perusahaan, Kebijakan Dividen, Kinerja Perusahaan*

PENDAHULUAN

Ukuran perusahaan (*Firm Size*) adalah gambaran besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan pada total aktiva (Alipour et al., 2015); (Moradi & Paulet, 2019); (Neves et al., 2022); (Vithessonthi & Tongurai, 2015) dan total penjualan perusahaan (Afonso et al., 2014; Balios et al., 2016; Feng, 2005;

Houston, 2006). Perusahaan yang lebih besar umumnya lebih terdiversifikasi, tidak terlalu berisiko dan menghadapi lebih sedikit masalah dan kesulitan keuangan (Dasilas & Papasyriopoulos, 2015; Köksal & Orman, 2015; (Moradi & Paulet, 2019). Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan besar memiliki akses yang lebih mudah ke

sumber pembiayaan eksternal. Pada gilirannya, perusahaan kecil lebih berisiko dan menghadapi masalah biaya dan asimetri informasi yang lebih tinggi, sehingga akses ke pasar pembiayaan menjadi lebih sulit (Neves et al., 2022).

Ukuran perusahaan tetap menjadi salah satu faktor terpenting yang mempengaruhi set kesempatan investasi pada kebijakan dividen (Jabbouri, 2016) dan pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen yang pada akhirnya berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Perusahaan besar yang terdiversifikasi dengan baik dengan arus kas yang stabil cenderung mengeluarkan dividen yang tinggi (Thakur & Kannadhasan, 2018). Pernyataan tersebut juga didukung oleh Penrose, (2009) menyatakan bahwa ukuran perusahaan merupakan suatu indikator yang menunjukkan kekuatan finansial perusahaan. Perusahaan yang lebih besar akan memiliki sumber daya, pengetahuan, dan kemampuan yang lebih besar, sehingga perusahaan besar memungkinkan memiliki keunggulan kompetitif dibandingkan pesaing mereka dan untuk mencapai kinerja yang unggul, oleh sebab itu semakin besar perusahaan maka kinerja keuangannya semakin baik, dan akan lebih memiliki modal yang cukup untuk meningkatkan kebijakan pembayaran dividen. Dengan demikian ukuran perusahaan dapat memoderasi pengaruh set kesempatan investasi dan struktur modal terhadap kebijakan dividen dan pada akhirnya sebagai salah satu penentu kinerja perusahaan.

Objek penelitian ini adalah perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Terdapat beberapa pertimbangan pemilihan perusahaan property dan real estate yang dijadikan sebagai objek penelitian, antara lain: Alasan pertama, perusahaan property dan real estate

mengalami laju pertumbuhan yang cukup tinggi di tahun 2019 sebesar 5,76 persen dan menjadi pertumbuhan tertinggi pada sektor ini dalam kurun waktu 4 tahun terakhir. Sebaliknya jika dibandingkan dari sisi pertumbuhan tahun 2018 sampai dengan 2021 real estate mengalami pertumbuhan yang tidak stabil/tidak konsisten. Berikut merupakan grafik yang menunjukkan laju pertumbuhan perusahaan



Gambar 1. Laju Pertumbuhan Properti dan Real estate Tahun 2018-2021

Sumber: Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2022 (Badan Pusat Statistik)

Walaupun peningkatan pertumbuhan masih relative kecil tetapi perlahan industri properti dan real estate mulai pulih dan bangkit. Sejalan dengan pernyataan dari Menteri Koordinator Bidang Perkenomian Airlangga Hartanto menekankan pentingnya *industry property* kian bertransformasi menjadi salah satu sector tumpuan bagi perekonomian nasional dalam menyumbang multiplier effect baik dari sisi *forward-linkage* maupun *backward-linkage*. Industry properti juga, mendukung subsector industry pendukung lainnya sehingga akan mempengaruhi perkembangan sector keuangan, serta menyerap tenaga kerja secara signifikan. Peningkatan pertumbuhan sector properti dan real estate juga direspon oleh pemerintah dengan memberikan dukungan melalui berbagai kebijakan seperti pemberian loan to value (LTV) dan Financing to Value (FTV) hingga paling tinggi 100% untuk kredit property, bagi Bank yang

memenuhi persyaratan rasio *Non-Performing Loan* atau *Non-Performing Financing*.

Alasan kedua, dilihat dari sisi kontribusi perusahaan sektor properti dan real estate terhadap perekonomian nasional hanya sebesar 2,76 persen pada tahun 2021 dan masih sangat kecil bila dibandingkan dengan kontribusi sektor-sektor perusahaan yang lain.

Tabel 1. PDRB Indonesia Tahun 2018-2021

No	Lapangan Usaha	Kontribusi (Persen)			
		2018	2019	2020	2021
1	Pertanian, Kehutanan dan Perikanan	12,81	12,71	13,70	13,28
2	Pertambangan dan Pengalihan	8,08	7,26	6,44	8,98
3	Industri Pengolahan	19,86	19,70	19,87	19,25
4	Pengadaan Listrik dan Gas	1,19	1,17	1,16	1,12
5	Pengadaan Air, Pengelolaan Sampah, Limbah dan Daur Ulang	0,07	0,07	0,07	0,07
6	Konstruksi	10,53	10,75	10,71	10,44
7	Perdagangan Besar dan Eceran, Reparasi Mobil dan Sepeda Motor	13,02	13,01	12,92	12,97
8	Transportasi dan Pergudangan	5,38	5,57	4,47	4,24
9	Penyediaan Akomodasi dan Makan Minum	2,78	2,78	2,55	2,43
10	Informasi dan Komunikasi	3,77	3,96	4,51	4,41
11	Jasa Keuangan dan Asuransi	4,15	4,24	4,51	4,34
12	Real estate	2,74	2,77	2,94	2,76
13	Jasa Perusahaan	1,80	1,92	1,91	1,77
14	Administrasi Pemerintahan, Pertahanan dan Jaminan Sosial Wajib	3,65	3,61	3,77	3,44
15	Jasa Pendidikan	3,25	3,30	3,56	3,28
16	Jasa Kesehatan dan Kegiatan Sosial	1,07	1,10	1,30	1,34
17	Jasa Lainnya	1,81	1,95	1,96	1,84
	Produk Domestik Bruto (PDB)	100	100	100	100

Sumber: Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2022 (Badan Pusat Statistik)

Alasan ketiga yaitu, Ekonomi global sedang menghadapi lonjakan inflasi yang dipicu inflasi pangan akibat dampak perang Rusia dan Ukraina. Sejumlah negara sudah mengalami inflasi tinggi bahkan berisiko ke arah stagflasi. Menteri Keuangan Sri Mulyani Indrawati juga sudah mengingatkan “bahaya” inflasi yang akan membuat masyarakat semakin sulit membeli rumah. Dia khawatir kenaikan suku bunga KPR mempelebar gap antara daya beli dan harga rumah. Situasi ini menjadi lampu kuning dan warning (peringatan) bagi sektor properti terlebih pengembang untuk bersiap diri. Perlu upaya antisipasi serius dari pemerintah, bank sentral, otoritas jasa keuangan, perbankan dan asosiasi perusahaan properti untuk mencari solusi terbaik menghadapi ancaman inflasi, suku bunga kredit tinggi dan kenaikan pajak (Real estate Indonesia, 2022).

Alasan keempat yaitu kinerja sektor properti selama dua tahun terakhir sangat terdampak oleh pandemi Covid-19. Seiring dengan aktivitas perekonomian yang “lumpuh”, terutama di tahun 2020, kinerja sektor properti juga turut “lumpuh”. Tidak hanya secara sektoral, kinerja korporasi juga terdampak yang ditandainya dengan menurunnya sejumlah indikator keuangan korporasi. Secara korporasi, hal ini terlihat dari indikator keuangan seperti rasio solvabilitas, rasio likuiditas, rasio turn over dan rasio profitabilitas yang mengalami pelemahan. Di tahun 2021, korporasi di sektor properti mengalami luka memar (*scarring effect*) yang perlu dipulihkan sebagai dampak dari “lumpuhnya” aktivitas usaha selama tahun 2020. Oleh sebab itu, perlu dilakukan kembali pengelolaan dari internal maupun eksternal perusahaan dengan cara memperbaiki mekanisme struktur tata kelola perusahaan serta struktur modal yang seimbang, sehingga akan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan yang pada akhirnya juga diharapkan akan berdampak pada kebijakan pembayaran dividen perusahaan.

Tinjauan literatur diatas bertujuan untuk memperkuat tujuan penelitian yaitu menguji kontribusi *Firm Size* sebagai salah satu penentu *Firm Performance*. Penelitian yang dilakukan memiliki *novelty* yaitu pengembangan model baru terkait dengan penentu kinerja perusahaan khususnya pada variabel ukuran perusahaan. Kebaruan lain dalam penelitian adalah lebih komprehensif, maksudnya lebih komprehensif dalam melihat pengaruh *Investment Opportunity Set*, *Capital Structure*, *Dividend Policy* terhadap *Firm Performance* dan *Dividend Policy*, serta *Firm Size* sebagai variabel moderasi dalam konteks Perusahaan *Property* dan *Real Estate* yang terdaftar

di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2018-2022.

Tinjauan Teoritis

Latar Belakang Teoritis

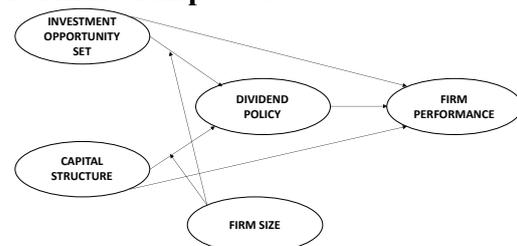
Teori Agensi menjelaskan hubungan antara prinsipal dan agen dalam sumber daya ekonomi, dimana prinsipal adalah pemegang saham, dan agen adalah manajer yang mengendalikan sumber daya perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Hal ini menarik perhatian pada fakta bahwa manajer memiliki lebih banyak informasi daripada pemegang saham karena mereka memiliki kendali lebih besar terhadap operasi perusahaan, sehingga menyulitkan pemegang saham untuk memantaunya secara efektif (Adams, 1994). Oleh karena itu, karena agen/manajer memiliki informasi tambahan mengenai sumber daya ekonomi, mereka cenderung memaksimalkan kepentingan mereka sendiri dengan mengorbankan prinsipalnya (Dzingai & Fakoya, 2017); (Hussain et al., 2018).

Lebih lanjut, Teori Keagenan menganggap biaya keagenan menjadi pendorong untuk mempertahankan kualitas tata kelola perusahaan tertentu. Biaya tersebut terkait dengan masalah keagenan yang berbeda atau asimetri informasi. Misalnya, dalam Teori Agensi, asimetri informasi lebih sering terjadi pada perusahaan dengan peluang investasi yang lebih besar (Hutchinson dan Gul, 2004). Ali, *et al* (2018) mengemukakan bahwa kesulitan pemantauan manajemen bervariasi pada perusahaan dengan tingkat peluang investasi yang berbeda-beda. Penelitian lain berpendapat bahwa biaya pemantauan lebih besar pada perusahaan dengan peluang investasi yang lebih besar karena perusahaan tersebut memiliki biaya komunikasi dan

perolehan informasi yang tinggi (Weng et al., 2015); (Monem, 2013).

Proksi *Investment Opportunity Set* digunakan berdasarkan harga untuk mengukur prospek pertumbuhan perusahaan berdasarkan jumlah aset yang digunakan dalam menjalankan bisnis. Proksi ini menjadi bahan pertimbangan investor dalam menilai kondisi perusahaan. Semakin tinggi MVBVA maka semakin besar aset yang digunakan perusahaan dalam bisnisnya, dan semakin besar kemungkinan harga saham akan meningkat seiring dengan return saham (Grace et al., 2014). Ukuran suatu perusahaan adalah jumlah dan variasi kapasitas produksi dan kemampuan yang dimiliki suatu perusahaan atau jumlah dan variasi layanan yang dapat diberikan suatu perusahaan secara bersamaan kepada pelanggannya (Niresh & Thirunavukkarasu, 2014). Kebijakan dividen adalah trade-off antara menahan laba di sisi lain dan membayar tunai dan menerbitkan saham baru di sisi lain (Brealey & Myers, 2003); (Hussain et al., 2018) menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan mencakup dua komponen dasar. Pertama, rasio pembayaran dividen menunjukkan dividen yang dibayarkan relatif terhadap pendapatan perusahaan. Komponen kedua adalah stabilitas dividen dari waktu ke waktu.

Model Kerangka Konseptual dan Formulasi Hipotesis



Gambar 2. Model Kerangka Konseptual

Sumber: data diolah, 2023

Berikut hipotesis dalam penelitian ini:

H1: *Investment Opportunity Set* berpengaruh signifikan terhadap *Firm Performance*

H2: *Investment Opportunity Set* berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Policy*

H3: *Capital Structure* berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Policy*

H4: *Capital Structure* berpengaruh signifikan terhadap *Firm Performance*

H5: *Dividend Policy* berpengaruh signifikan terhadap *Firm Performance*

H6: *Firm Size* secara signifikan mampu memoderasi pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap *Dividend Policy*

H7: *Firm Size* secara signifikan mampu memoderasi pengaruh *Capital Structure* berpengaruh terhadap *Dividend Policy*

METODE PENELITIAN

Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan penelitian deskriptif dengan jenis penelitian kuantitatif. Sesuai dengan tujuan penelitian maka pendekatan penelitian ini *explorative* deskriptif yaitu penelitian dengan melakukan dan memberikan deskripsi atas gejala-gejala dan fenomena yang terjadi di lapangan (Sugiyono, 2013). Namun demikian, penelitian ini juga diarahkan pada menjelaskan pengaruh antar variabel (*eksplanatory*) dengan melakukan suatu uji hipotesis. Unit analisis penelitian ini adalah perusahaan real estate yang *Go-Public* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2018-2022.

Populasi, Sampel dan Teknik Pengumpulan Data

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas objek/subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya

(Cresswell & Cresswell, 2018). Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan properti dan real estate yang *Go-Public* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2018-2022. Teknik pengambilan sampel menggunakan *Purposive Sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel dengan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2013). Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, dari 83 Perusahaan Properti dan Real Estate yang *Go-Public* di Bursa Efek Indonesia terdapat 26 perusahaan yang terpilih sebagai sampel penelitian.

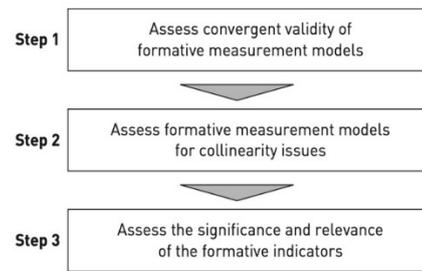
Metode Analisis Data

Pengujian hipotesis penelitian dilakukan dengan Structural Equation Model (SEM) berbasis Partial Least Square (PLS). Model persamaan struktural (SEM) memungkinkan peneliti untuk secara bersamaan memodelkan dan memperkirakan hubungan kompleks antara beberapa variabel dependen dan independen yang biasanya tidak dapat diobservasi dan diukur secara tidak langsung dengan berbagai indikator. Dalam memperkirakan hubungan, SEM memperhitungkan kesalahan pengukuran pada variabel yang diamati. Model jalur PLS terdiri dari dua elemen. Pertama, terdapat struktural model (inner model) yang menghubungkan konstruksi (lingkaran atau oval). Model struktural juga menampilkan hubungan (jalur) antar konstruk. Kedua, model pengukuran konstruk (outer model) menampilkan hubungan antara konstruk dan variabel indikatornya (persegi panjang).

Model jalur dikembangkan berdasarkan teori dan sering digunakan untuk menguji hubungan teoretis. Teori adalah serangkaian hipotesis yang terkait secara sistematis yang dikembangkan mengikuti metode ilmiah yang dapat

digunakan untuk menjelaskan dan memprediksi hasil. Hipotesis adalah dugaan individual sedangkan teori adalah beberapa hipotesis yang dihubungkan secara logis dan dapat diuji secara empiris. Dua jenis teori diperlukan untuk mengembangkan model jalur: teori pengukuran dan teori struktural. Teori pengukuran menentukan indikator mana dan bagaimana indikator tersebut digunakan untuk mengukur suatu konstruksi tertentu. Sebaliknya, teori struktural menetapkan bagaimana konstruksi saling terkait satu sama lain dalam model struktural. Pengujian teori menggunakan PLS-SEM mengikuti proses dua langkah yaitu menguji model pengukuran untuk memastikan reliabilitas dan validitas model pengukuran selanjutnya mengkonfirmasi apakah model dapat dilanjutkan ke pengujian model struktural.

Langkah pertama, peneliti akan melakukan menguji model pengukuran. Penelitian ini menggunakan model formatif (model pengukuran formatif didasarkan pada asumsi bahwa indikator membentuk konstruk melalui kombinasi linier dengan karakteristik indikator tersebut tidak dapat dipertukarkan, sebagaimana halnya dengan indikator reflektif). Pada pengujian model pengukuran dapat dinilai berdasarkan kolinearitas indikator (*The Variance Inflation Factor/VIF*) dan signifikansi serta relevansi bobot indikator (*outer weight*). Selanjutnya apabila kriteria telah terpenuhi maka dilanjutkan untuk menguji model struktural dengan melihat kekuatan penjelas (koefisien determinasi; R^2), kekuatan prediksi (*prosedur PLSpredict*), dan signifikansi dan relevansi hubungan model struktural (*path koefisien*).



Gambar 3. Langkah Pengujian Formatif

Sumber: Hair, 2022

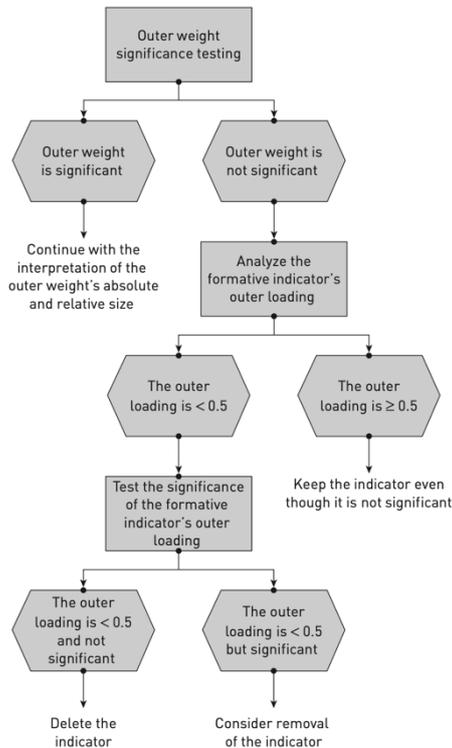
Pengukuran Validitas dan Reliabilitas Data

Measurement Model (Outer Model)

Menurut Hair (2022) model pengukuran formatif dievaluasi berdasarkan kolinearitas indikator yang dibuktikan dengan faktor inflasi varians (VIF) dan signifikansi statistik dari bobot terluar indikator. Langkah pertama yaitu pengujian kolinearitas antar indikator untuk menguji indikator formatif yang mungkin tidak memberikan kontribusi signifikan terhadap konstruk baik secara relatif maupun absolut. Pengujian kolinearitas biasanya lebih dikenal menggunakan istilah VIF berasal dari akar kuadratnya (\sqrt{VIF}) yang merupakan derajat peningkatan kesalahan standar karena adanya kolinearitas. Sebagai aturan praktis, nilai VIF 5 atau lebih menunjukkan masalah kolinearitas kritis di antara indikator-indikator konstruksi yang diukur secara formatif.

Langkah terakhir yaitu peneliti dapat melakukan analisis signifikansi *outer weight* dan tafsirkan kontribusi absolut dan relatif dari indikator formatif. Jika bobot luar suatu indikator tidak signifikan namun muatan luarnya tinggi (yaitu di atas 0,50), maka indikator tersebut harus ditafsirkan sebagai sangat penting namun tidak relatif penting. Dalam situasi ini, indikator tersebut secara umum akan dipertahankan. Namun bila suatu indikator memiliki bobot yang tidak signifikan dan muatan

luarnya di bawah 0,50, peneliti harus memutuskan apakah akan mempertahankan atau menghapus indikator tersebut dengan memeriksa relevansi teoretisnya dan potensi konten yang tumpang tindih dengan indikator lain dari konstruksi yang sama. Apabila hasil analisis outer weight tidak signifikan maka dilanjutkan untuk melihat *outer loading*.



Gambar 4. Langkah Pengujian Outer Weight

Sumber: Hair, 2022

Menurut Hair, et al (2022), apabila pada pelaksanaan outer weight significance testing terdapat *outer weight* yang tidak signifikan maka dapat melaksanakan pengecekan hasil analisis outer loading pada indikator *formative* jika outer loading lebih dari dan/atau sama dengan 0.5 maka indikator dapat dipertahankan. Tetapi apabila nilai outer loading kurang dari 0.5 maka penulis dapat melakukan pengecekan hasil signifikansi outer loading indikator formative, jika nilai outer loading kurang dari 0.5 dan tidak signifikan maka

direkomendasikan untuk menghapus indikator tetapi jika nilai outer loading kurang dari 0.5 dan signifikan maka harus dipertimbangkan penghapusan indikator tersebut.

Measurement Structural (Inner Model)

Analisis inner model, juga dikenal sebagai analisis struktural model, digunakan untuk memeriksa dan memastikan akurasi dari model struktural yang telah dibentuk. Proses analisis ini mengungkapkan hubungan antara variabel sesuai dengan landasan teori serta temuan-temuan penelitian yang telah ada sebelumnya. Dalam upaya melihat analisis inner model ini, terdapat beberapa indikator yang dapat diamati, yang mencakup:

- 1) Analisis *R-Square* (R^2). Koefisien determinasi (*R Square*) merupakan cara untuk menilai seberapa besar konstruk endogen dapat dijelaskan oleh konstruk eksogen. Nilai koefisien determinasi (*R Square*) diharapkan antara 0 dan 1. Nilai *R Square* sebesar 0,75, 0,50, dan 0,25 menunjukkan bahwa model kuat, moderat, dan lemah (Sarstedt et al., 2017).
- 2) *Predictive Relevance* (Q^2). Setelah dilakukan uji R^2 variabel independen terhadap variabel dependen, maka selanjutnya dilakukan analisis terhadap nilai Q^2 . Jika nilai Q^2 lebih besar dari nol maka model path mempunyai relevansi prediktif pada variabel laten endogen yang dipengaruhi, sebaliknya jika nilai Q^2 lebih kecil dari nol maka model tidak mempunyai nilai *predictive relevance*. Q^2 mengukur seberapa baik nilai observasi yang dihasilkan oleh model penelitian. Nilai Q^2 berkisar antara 0 sampai dengan 1. Semakin mendekati nilai 1 menunjukkan nilai observasi menghasilkan model yang semakin

baik. Sebaliknya mendekati nilai 0 akan menghasilkan model yang tidak baik. Kriteria kuat lemahnya model berdasarkan Q2, yaitu 0,35 (Model kuat); 0,15 (model moderat); dan 0,02 (model lemah) (Ghozali & Latan, 2015).

3) Pengujian Hipotesis.

Hipotesis dalam penelitian ini akan diuji dengan merujuk pada nilai koefisien jalur. Nilai koefisien jalur diinterpretasikan melalui *t-statistic* yang dibandingkan dengan nilai *t-table* dalam pengujian hipotesis. Hipotesis diterima jika nilai *t-statistic* untuk hipotesis tersebut lebih besar dari 1,960 atau jika *p-value* lebih kecil dari 0,05 (Ghozali & Latan, 2015). Sebagai tingkat toleransi kesalahan, dalam penelitian ini, digunakan nilai 5% (0,05). Maksudnya, jika hasil pengujian tersebut memenuhi syarat tersebut, maka terdapat korelasi parsial antara variabel independen dan variabel dependen.

HASIL DAN PEMBAHASAN PENELITIAN

Analisis Deskriptif

Tabel 2. Hasil Analisis Deskriptif Data Penelitian

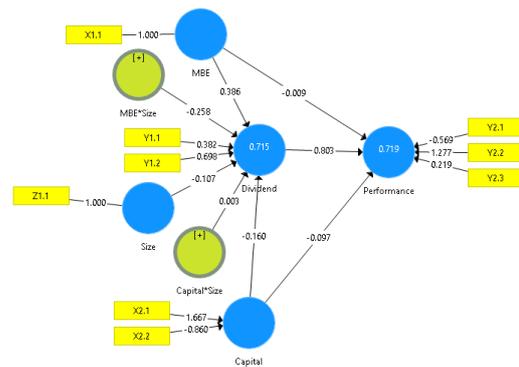
Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
MBE	130	.00	3.12	.7133	.60302
Debt Rasio	130	4.15	79.12	41.3471	18.37287
DER	130	4.33	378.82	92.0905	76.34098
Long Term Debt to Total Assets	130	.43	53.06	23.2095	14.36440
DPR	130	-60.86	595.26	17.3122	58.96380
DPS	130	.00	465.00	25.1308	76.42369
ROA	130	-37.52	42.83	3.2552	8.14394
ROE	130	-116.11	397.83	19.1241	49.42332
NPM	130	-241.13	596.04	10.5808	77.67465
LN ASET	130	26.92	31.81	29.8959	1.13137
LN SALES	130	24.31	30.44	27.9633	1.37111
Valid N (listwise)	130				

Sumber: data diolah penulis, 2023

Berdasarkan data yang telah disajikan pada table 2 dapat diketahui bahwa sebaran 130 data yang digunakan pada penelitian ini sangat beragam. Variabel *Investment Opportunity Set* yang diproksikan dengan *Market Book Equity* memiliki nilai yang paling rendah dari total 130 data penelitian

yaitu 0 dan data tertinggi yaitu 3,12. Kinerja perusahaan yang diproksikan dengan tiga indicator yaitu ROA, ROE, dan NPM juga memiliki sebaran yang beragam. Data ROA tertinggi yaitu 42.83 dan terendah mencapai -37,52, sedangkan ROE terendah juga mencapai angka -116,11 dan tertinggi yaitu 397,83.

Analisis inferensial Measurement Model



Gambar Hasil Pengujian Outer Model

Sumber : data diolah, 2023

Hair, et al (2021) menjelaskan bahwa apabila penelitian yang dilaksanakan menggunakan jenis konstruk formative maka pelaksanaan pengujian model (outer model) harus memperhatikan VIF dan *Outer Weight*.

Tabel 3. Tabel Hasil Pengujian Outer Model

	Multikoleniari		P Values
	VIF	Outer Weight	
Capital * Size	1,000	1,000	*
MBE * Size	1,000	1,000	*
X1.1	1,000	1,000	*
X2.1	4,378	1,667	0,000
X2.2	4,378	-0,860	0,000
Y1.1	1,889	0,382	0,000
Y1.2	1,889	0,698	0,000
Y2.1	4,428	-0,569	0,037
Y2.2	4,915	1,277	0,000
Y2.3	3,276	0,219	0,350
Z1.1	1,000	1,000	*

Sumber: data diolah, 2023

Keterangan: * menunjukkan bahwa konstruk variabel tersebut hanya diproksikan dengan satu indikator

sehingga dianggap memiliki pengaruh signifikan.

Menurut Hair (2021) model pengukuran formatif dievaluasi berdasarkan kolinearitas indikator yang dibuktikan dengan faktor inflasi varians (VIF) dan signifikansi statistik dari bobot terluar indikator. Nilai VIF 5 atau lebih menunjukkan masalah kolinearitas kritis di antara indikator-indikator konstruksi yang diukur secara formatif dan nilai *outer weight* signifikan <0.05 . Berdasarkan tabel 4.2 dapat diketahui bahwa nilai VIF data penelitian telah berada dibawah angka 5 yang menunjukkan bahwa tidak terdapat masalah kolinearitas. Selanjutnya berkaitan dengan nilai *outer weight* signifikan <0.05 terdapat satu perhitungan yang menunjukkan angka 0,350 yang berarti diatas 0.05 sehingga terdapat perhitungan yang tidak signifikan.

Tabel 4. Hasil Analisis Outer Loading Pada Indikator Formative

	Original Sample (O)	P Values
Capital * Size <- Capital*Size	1,053	0,000
MBE * Size <- MBE*Size	1,650	0,000
X1.1 -> MBE	1,000	0,000
X2.1 -> Capital	0,912	0,000
X2.2 -> Capital	0,604	0,000
Y1.1 -> Dividend	0,861	0,000
Y1.2 -> Dividend	0,961	0,000
Y2.1 -> Performance	0,712	0,000
Y2.2 -> Performance	0,962	0,000
Y2.3 -> Performance	0,809	0,000
Z1.1 -> Size	1,000	0,000

Sumber: data diolah, 2023

Menurut Hair *et al.*, (2022) apabila terdapat *outer weight* yang tidak signifikan maka dapat melaksanakan pengecekan hasil analisis *outer loading* pada indikator *formative* jika *outer loading* lebih dari dan/atau sama dengan 0.5 maka indikator dapat dipertahankan. Berdasarkan hasil pengujian pada table

4.3 dapat diketahui bahwa *outer loading* memiliki nilai lebih dari dan/atau sama dengan 0.5 maka indikator pada penelitian ini dipertahankan.

Structural Model

Menurut Hair (2022) PLS-SEM tidak mengasumsikan data terdistribusi normal sehingga PLS-SEM mengandalkan prosedur *boot-strap* nonparametrik (Chernick, 2008; Davison & Hinkley, 1997; Efron & Tibshirani, 1986) untuk menguji koefisien signifikansinya. Dalam *bootstrap*, sejumlah besar sampel (yaitu sampel *bootstrap*) diambil dari sampel asli. Pelaksanaan *bootstrap* akan menggunakan beberapa Langkah dalam pengujiannya yaitu pengujian R Square, Predictive Relevance (Q2) dan selanjutnya melaksanakan pengujian hipotesis.

Tabel 5. Hasil Pengujian R Square dan Predictive Relevance (Q2)

	R Square	Q Square
Dividend	0,715	0,426
Performance	0,719	0,345

Koefisien determinasi (*R Square*) merupakan cara untuk menilai seberapa besar konstruk endogen dapat dijelaskan oleh konstruk eksogen, *R Square* biasa dikenal sebagai koefisien determinasi, dan ukuran *goodness of fit*. *R Square* juga merupakan proporsi variasi variabel dependen yang dapat diprediksi dari variabel independen nilai koefisien determinasi (*R Square*) diharapkan antara 0 dan 1 (Hair Jr, Hult, Ringle, & Sarstedt, 2021). Nilai R Square sebesar 0,75, 0,50, dan 0,25 menunjukkan bahwa model kuat, moderat, dan lemah (Sarstedt *et al.*, 2021). Hasil pengujian menunjukkan R Square *dividend policy* menunjukkan angka 0,715 dan 0,719. Hal ini menunjukkan kemungkinan terjadinya perubahan sebesar 71,5% dalam *dividend policy* disebabkan oleh pengaruh *investment opportunity set* dan

capital structure. Pun untuk R Square dari firm performance yaitu 71,9% disebabkan oleh pengaruh investment opportunity set, capital structure, dan dividend policy.

Setelah dilakukan uji R2 variabel independen terhadap variabel dependen, maka selanjutnya dilakukan analisis terhadap nilai Q2 yang digunakan untuk mengukur seberapa baik nilai observasi yang dihasilkan oleh model penelitian. Jika nilai Q2 lebih besar dari nol maka model path mempunyai relevansi prediktif pada variabel laten endogen yang dipengaruhi, sebaliknya jika nilai Q2 lebih kecil dari nol maka model tidak mempunyai nilai predictive relevance. Kriteria kuat lemahnya model berdasarkan Q2, yaitu 0,35 (Model kuat); 0,15 (model moderat); dan 0,02 (model lemah) (Ghozali & Latan, 2015). Hasil pengujian menunjukkan nilai Q2 yaitu 0,426 dan 0,345. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat relevansi prediktif dengan pengaruh yang kuat pada dividend policy dan moderate pada firm performance.

	Direct Effect	Moderating Effect	T Statistics (OSTDEV)	P Values	Summary
IOS -> Performance	-0,009		0,106	0,916	Rejected
IOS-> Dividend	0,386		3,317	0,001	Accepted
Capital -> Dividend	-0,160		2,087	0,037	Accepted
Capital -> Performance	-0,097		0,783	0,434	Rejected
Dividend -> Performance	0,803		4,400	0,000	Accepted
IOS*Size -> Dividend		-0,258	2,979	0,003	Accepted
Capital*Size -> Dividend		0,003	0,026	0,979	Rejected

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini akan diuji dengan merujuk pada nilai koefisien jalur (*direct effect* dan *moderating effect*). Sebagai tingkat toleransi kesalahan pada penelitian ini menggunakan nilai 5% (0,05). Berikut merupakan penjelasan hasil pengujian masing-masing hipotesis:

1) Hipotesis 1: Investment Opportunity Set berpengaruh signifikan terhadap Firm Performance

Hasil pengujian pengaruh Investment Opportunity Set terhadap Firm Performance mempunyai koefisien sebesar -0,009 dan P-Value >0,05 yang berarti kedua variabel mempunyai hubungan yang negative dan tidak signifikan. Koefisiensi -

0,9% ini menunjukkan Investment Opportunity Set tidak mempengaruhi Firm Performance yang menunjukkan bahwa hipotesis 1 ditolak (*rejected*). Penelitian ini tidak selaras dengan penelitian yang telah dilaksanakan sebelumnya yang menunjukkan adanya hubungan positif dan signifikan antara Investment Opportunity Set terhadap Firm Performance. Namun hasil penelitian ini selaras dengan temuan penelitian Marinda, Dzulkrirom, & Saifi (2014) dan Pratiska (2013) yang menyatakan bahwa modal yang dimiliki perusahaan dapat digunakan sebagai reinvestasi perusahaan sehingga modal untuk operasional berkurang. Hal ini mengakibatkan berkurangnya kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan yang signifikan. Reinvestasi yang dilakukan tidak akan meningkatkan kinerja perusahaan pada saat dilakukannya investasi, namun justru akan diperoleh peningkatan investasi di masa yang akan datang. Dengan demikian, tinggi rendahnya IOS saat ini mempunyai pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan dalam waktu dekat.

2) Hipotesis 2: Investment Opportunity Set berpengaruh signifikan terhadap Dividend Policy

Hasil pengujian pengaruh Investment Opportunity Set terhadap Dividend Policy menunjukkan mempunyai koefisien sebesar 0,386 dan P-Value <0,05 yang berarti kedua variabel mempunyai hubungan yang positif dan signifikan. Koefisiensi 38,6% ini menunjukkan Investment Opportunity Set mampu mempengaruhi Dividend Policy yang menunjukkan bahwa hipotesis 2 diterima (*accepted*).

Sesuai dengan *signalling theory*, *Investment Opportunity Set* yang tinggi dapat memberikan sinyal tentang pertumbuhan suatu perusahaan dimasa yang akan datang, hal ini ditunjukkan dengan peningkatan harga saham. Apabila harga saham yang meningkat tentu akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya atau membiayai peluang investasi tersebut (Putri, 2013). Artinya, perusahaan akan memperoleh dana yang besar dari investor yang tertarik untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut sehingga laba perusahaan akan meningkat dan akan berdampak pada pembagian dividen kepada pemegang saham juga akan ikut meningkat. Penelitian ini sejalan dengan Gennusi (2021), Lestari (2018), dan Prihartini (2018) dengan hasil penelitian menunjukkan terdapat pengaruh signifikan antara *Investment Opportunity Set* terhadap *Dividend Policy*.

3) Hipotesis 3: *Capital Structure* berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Policy*

Hasil pengujian pengaruh *Capital Structure* terhadap *Dividend Policy* menunjukkan mempunyai koefisien sebesar -0,160 dan P-Value <0,037 yang berarti kedua variabel mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan. Koefisiensi 38,6% ini menunjukkan *Capital Structure* mampu mempengaruhi *Dividend Policy* yang menunjukkan bahwa hipotesis 3 diterima (*accepted*). Hasil penelitian ini dapat diartikan bahwa ketika perusahaan memutuskan untuk melakukan penggunaan utang yang tinggi akan berdampak pada kecilnya dividen atau bahkan penundaan pembagian dividen yang akan dibagikan karena karena sebagian

besar keuntungan yang diperoleh akan digunakan untuk memenuhi utang yang ada. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang ditemukan oleh Setyaningsih & Sucipto (2021), Wahyuliza & Fahyani (2019), Al-Kayed (2017); Yusof and Ismail (2016); Hasnawati (2017); Jabbouri (2016) yang menunjukkan terdapat pengaruh signifikan antara *Capital Structure* terhadap *Dividend Policy*.

4) Hipotesis 4: *Capital Structure* berpengaruh signifikan terhadap *Firm Performance*

Hasil pengujian pengaruh *Capital Structure* terhadap *Firm Performance* menunjukkan mempunyai koefisien sebesar -0,097 dan P-Value <0,434 yang berarti kedua variabel mempunyai hubungan yang negatif dan tidak signifikan. Koefisiensi 0,97% ini menunjukkan *Capital Structure* tidak mampu mempengaruhi *Firm Performance* yang menunjukkan bahwa hipotesis 4 ditolak (*rejected*). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa apabila perusahaan menambah atau mengurangi jumlah utangnya, maka tidak akan secara langsung meningkatkan dan menurunkan *firm performance*. Berdasarkan *trade-off theory*, apabila posisi struktur modal berada diatas target struktur modal optimalnya, maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan.

5) Hipotesis 5: *Dividend Policy* berpengaruh signifikan terhadap *Firm Performance*

Hasil pengujian *Dividend Policy* terhadap *Firm Performance* menunjukkan mempunyai koefisien sebesar 0,803 dan P-Value <0,000

yang berarti kedua variabel mempunyai hubungan yang positif dan signifikan. Koefisiensi 80,3% ini menunjukkan *Dividend Policy* mampu mempengaruhi *Firm Performance* yang menunjukkan bahwa hipotesis 5 diterima (*accepted*). Hasil penelitian ini dapat diartikan bahwa besar kecilnya dividen dan konsistensi dalam membagikan dividen mempunyai hubungan positif dengan profitabilitas hal ini disebabkan karena upaya pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan merupakan bentuk pemberian kepastian mengenai kesejahteraan keuangan perusahaan.

6) Hipotesis 6: *Firm Size* secara signifikan mampu memoderasi pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap *Dividend Policy*

Hair (2022) menyebutkan bahwa saat menafsirkan hasil analisis moderasi, perhatian utama adalah pada signifikansi istilah interaksi. Jika pengaruh istilah interaksi terhadap konstruk endogen signifikan, maka dapat disimpulkan bahwa moderator M mempunyai pengaruh moderasi yang signifikan terhadap hubungan antara X1 dan Y1. Jika terjadi moderasi yang signifikan, langkah selanjutnya adalah menentukan kekuatan efek moderasi. Hasil pengujian pengaruh moderasi *Firm Size* pada hubungan *Investment Opportunity Set* terhadap *Dividend Policy* menunjukkan angka -0,258 dengan dan P-Value <0,003 yang berarti kedua variabel mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan. Artinya, *Firm Size* sebagai variabel moderasi memperlemah hubungan antara *Investment Opportunity Set* dan *Dividend Policy* namun secara

signifikan. Sehingga hipotesis keenam dinyatakan diterima.

7) Hipotesis 7: *Firm Size* secara signifikan mampu memoderasi pengaruh *Capital Structure* berpengaruh terhadap *Dividend Policy*

Hasil pengujian pengaruh moderasi *Firm Size* pada hubungan *Capital Structure* terhadap *Dividend Policy* menunjukkan angka 0,003 dengan dan P-Value <0,003 yang berarti variabel moderasi mempunyai hubungan yang positif dan tidak signifikan. Artinya, *Firm Size* sebagai variabel moderasi mampu meningkatkan hubungan antara *Capital Structure* dan *Dividend Policy* namun tidak signifikan. Sehingga hipotesis keenam dinyatakan ditolak.

PENUTUP

Kesimpulan

Artikel ini mengkaji kontribusi ukuran perusahaan sebagai determinan kinerja perusahaan. Kebaruan penelitian adalah mengembangkan model baru terkait determinan kinerja perusahaan khususnya variabel ukuran perusahaan. Kebaruan lain dalam penelitian ini adalah lebih komprehensif artinya lebih komprehensif dalam melihat pengaruh *investment opportunity set*, struktur modal, dan kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan dan kebijakan dividen, serta ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. Jumlah sampel sebanyak 30 perusahaan dengan jangka waktu 5 tahun yaitu 2018-2022.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, struktur modal berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, *investment opportunity set* tidak berpengaruh

signifikan terhadap kinerja perusahaan, struktur modal berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, ukuran perusahaan secara signifikan memoderasi pengaruh investment opportunity set terhadap kebijakan dividen, ukuran perusahaan tidak signifikan memoderasi pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen, *investment opportunity set* mempunyai pengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan melalui kebijakan dividen, modal Struktur mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan melalui kebijakan dividen.

Saran

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan sehingga dapat disempurnakan di penelitian selanjutnya. Penelitian di masa depan dapat memperdalam pengujian pada sektor Properti dan Real Estate karena sektor ini masih hangat diperbincangkan oleh masyarakat, tetapi apabila penelitian selanjutnya ingin mengubah sektor yang digunakan harapannya hasil penelitian dapat digeneralisir sehingga dapat lebih bermanfaat untuk digunakan oleh pengambil keputusan. Selain itu, penelitian lebih lanjut dapat menganalisis hubungan antara mekanisme tata kelola perusahaan dengan dimensi yang lain dan variabel lainnya dalam konteks yang berbeda sehingga dapat memahami masalah ini lebih dalam.

DAFTAR PUSTAKA

Abdillah, M. R., Mardijuwono, A. W., & Habiburrochman, H. (2019). The effect of company characteristics and auditor characteristics to audit report lag. *Asian Journal of Accounting Research*, 4(1), 129-144.

- <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/AJAR-05-2019-0042>
- Alipour, M., Mohammadi, M. F. S., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: an empirical study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(1), 53-83.
- Balios, D., Daskalakis, N., Eriotis, N., & Vasiliou, D. (2016). SMEs capital structure determinants during severe economic crisis: The case of Greece. *Cogent Economics & Finance*, 4(1), 1145535.
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2003). *Capital investment and valuation*. (No Title).
- Cresswell, J. W., & Cresswell, J. D. (2018). *Research Design Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches Fifth Edition* (Vol. 5). SAGE Publications, Inc.
- Dzingai, I., & Fakoya, M. B. (2017). Effect of corporate governance structure on the financial performance of Johannesburg Stock Exchange (JSE)-listed mining firms. *Sustainability*, 9(6), 867.
- Gennusi, R. S. A., & Maharani, N. K. (2021). The Effect of Investment Opportunity Set, Lagged Dividend and Managerial Ownership on Dividend Policy. *PAPATUNG: Jurnal Ilmu Administrasi Publik, Pemerintahan Dan Politik*, 4(1), 112-120.
- Goncalves, T., Barros, V., & Serra, G. (2022). Political elections uncertainty and earnings management: Does firm size really matter? *Economics Letters*, 214, 110438.
- Grace, M., Mwita, P., & Kihoro, J. (2014). Measuring financial risk in stock returns: A case of Nairobi Stock Exchange.
- Hair Jr, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C. M., Sarstedt, M., Danks, N. P., Ray, S., Hair, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2021). An introduction to structural equation modeling. *Partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM) using R: a workbook*, 1-29.

- Hussain, N., Rigoni, U., & Orij, R. P. (2018). Corporate governance and sustainability performance: Analysis of triple bottom line performance. *Journal of business ethics*, 149, 411-432.
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283-298.
- Marinda, F., Dzulkriom, M., & Saifi, M. (2014). Effect of Investment Opportunity Set and Against Capital Structure Financial Performance. *Journal of Business Administration (JAB)*, 14(1), 2-9.
- Monem, R. M. (2013). Determinants of board structure: Evidence from Australia. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 9(1), 33-49.
- Moradi, A., & Paulet, E. (2019). The firm-specific determinants of capital structure—An empirical analysis of firms before and during the Euro Crisis. *Research in International Business and Finance*, 47, 150-161.
- Neves, E., Dias, A., Ferreira, M., & Henriques, C. (2022). Determinants of wine firms' performance: the Iberian case using panel data. *International Journal of Accounting & Information Management*, 30(3), 325-338.
- Niresh, A., & Thirunavukkarasu, V. (2014). Firm size and profitability: A study of listed manufacturing firms in Sri Lanka. *International journal of business and management*, 9(4).
- Penrose, E. T. (2009). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford university press.
- Pratiska, N. G. A. P. S. (2013). Pengaruh Ios, Leverage, Dan Dividend Yield Terhadap Profitabilitas Dan Nilai Perusahaan Sektor Manufaktur Di Bei. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, 2(10), 44681.
- Setyaningsih, I. P., & Sucipto, A. (2021). Moderasi Ukuran Perusahaan pada Profitabilitas, Leverage dan Rasio Aktivitas terhadap Kebijakan Dividen. *Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang*.
- Sugiyono, D. (2013). *Metode penelitian pendidikan pendekatan kuantitatif, kualitatif dan R&D*.
- Thakur, B. P. S., & Kannadhasan, M. (2018). Determinants of dividend payout of Indian manufacturing companies: A quantile regression approach. *Journal of Indian Business Research*, 10(4), 364-376.
- Vithessonthi, C., & Tongurai, J. (2015). The effect of leverage on performance: Domestically-oriented versus internationally-oriented firms. *Research in International Business and Finance*, 34, 265-280.
- Wahyuliza, S., & Fahyani, R. (2019). Pengaruh pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, struktur modal dan return on equity terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang Terdaftar di bursa efek indonesia. *Jurnal Benefita*, 4(1), 78-86.
- Weng, H.-H., Chen, J.-S., & Chen, P.-C. (2015). Effects of green innovation on environmental and corporate performance: A stakeholder perspective. *Sustainability*, 7(5), 4997-5026.