E-ISSN: 3025-4922
DINASTI ACCOUNTING REVIEW
https://dinastires.org/DAR dinasti.info@gmail.com +62 811 7404 455
DOI: https://doi.org/10.38035/dar.v3i4
https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/

Pengaruh *Cash Flow Performance, Audit Quality*, Dan *Board Size* Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Dengan Variabel Moderasi *Board Independece*

Atika Zhuliani[1], Sofie Sofie[2]
[1]Universitas Trisakti, Jakarta, Indonesia, 123012504011@std.trisakti.ac.id
[2]Universitas Trisakti, Jakarta, Indonesia, sofie@trisakti.ac.id

Corresponding Author: 123012504011@std.trisakti.ac.id [1]

Abstract: *The purpose of this study is to analyze the influence of cash flow performance, audit quality, and board size on the company's financial performance, with the moderation variables of board independence and firm size as control variables. Financial performance was proxied using Tobin's Q. The research sample included 115 companies in the Healthcare sector and Consumer Cylicals listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the period 2020-2024, resulting in 575 balanced panel observations. The estimation method used is the Fixed Effect Model (FEM). The results of the study show that cash flow performance and board size have a positive and significant effect on the company's financial performance. Quality audits have not been proven to have a direct effect. Board independence has been proven to strengthen the influence of audit quality on financial performance, but weakens the influence of board size on financial performance. Company size has a negative and significant effect as a control variable. These findings provide important implications for companies in designing effective governance mechanisms to drive sustainable financial performance.*

Keyword: *Cash Flow Performance, Audit Quality, Board Size, Board Independence, Financial Performance, Tobin's Q, Fixed Effect Model.*

Abstrak: Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh *cash flow performance, audit quality*, dan *board* size terhadap kinerja keuangan perusahaan, dengan variabel moderasi *board independence* dan ukuran perusahaan (*firm size*) sebagai variabel kontrol. Kinerja keuangan diproksikan menggunakan Tobin's Q. Sampel penelitian mencakup 115 perusahaan sektor Healthcare dan Consumer Cylicals yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020-2024, menghasilkan 575 observasi panel seimbang. Metode estimasi yang digunakan adalah *Fixed Effect Model* (FEM). Hasil penelitian menunjukkan bahwa *cash flow performance* dan *board size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. *Audit quality* tidak terbukti berpengaruh secara langsung. *Board independence* terbukti memperkuat pengaruh *audit quality* terhadap kinerja keuangan, namun memperlemah pengaruh *board size* terhadap kinerja keuangan. Ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan sebagai variabel kontrol. Temuan ini memberikan implikasi penting bagi perusahaan dalam merancang mekanisme tata kelola yang efektif untuk mendorong kinerja keuangan yang berkelanjutan.

Kata Kunci: *Cash Flow Performance*, *Audit Quality*, *Board Size*, *Board Independence*, Kinerja Keuangan, Tobin's Q, *Fixed Effect Model.*

PENDAHULUAN

Salah satu indikator utama dalam mengevaluasi keberhasilan manajemen dalam menciptakan nilai bagi pemangku kepentingan adalah kinerja keuangan perusahaan. Di tengah pergerakan ekonomi global yang fluktuatif dan guncangan pandemi COVID-19 sepanjang tahun 2020 hingga 2022, perusahaan di berbagai sektor dituntut untuk membuktikan ketahanan finansial dan kapasitas tata kelolanya. Secara historis, laba berbasis akrual menjadi indikator utama dalam menilai kinerja keuangan perusahaan. Namun, melihat keadaan ekonomi dalam beberapa tahun terakhir menunjukkan bahwa laba akuntansi tidak selalu mampu menggambarkan kondisi keuangan secara keseluruhan, terutama dalam aspek likuiditas dan keberlangsungan operasional (Nallareddy et al., 2020). Oleh karena itu, penelitian ini mengukur kinerja keuangan dari sudut pandang pasar menggunakan Tobin's Q, karena ukuran berbasis pasar ini mencerminkan ekspektasi investor terhadap nilai perusahaan secara *forward-looking* dan dinilai lebih mampu menangkap kualitas informasi keuangan dibandingkan ukuran akuntansi semata, sebagaimana ditunjukkan oleh hubungan positif antara kualitas laba dan nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q (Intara et al., 2024).

Menurut Badan Kebijakan Fiskal (2016) harga komoditas tercatat mengalami penurunan sepanjang 2015, sejumlah perusahaan tetap melaporkan laba akuntansi melalui kebijakan akrual meskipun tidak memiliki kas likuid yang memadai untuk operasionalnya. Kondisi ini menunjukkan adanya kesenjangan antara laba yang dilaporkan dan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas riil. Sehingga para pemangku kepentingan menjadi semakin skeptis terhadap laba yang tidak didukung oleh arus kas operasional yang kuat. Fenomena serupa terjadi kembali selama pandemi COVID-19. Terjadi pembatasan aktivitas ekonomi yang menyebabkan banyak perusahaan menghadapi tekanan besar terhadap profitabilitas dan arus kas karena terganggunya operasional, turunnya permintaan dan ketidakpastian ekonomi global. Pandemi ini meningkatkan risiko likuiditas dan semakin menekan perusahaan untuk lebih memperhatikan pengelolaan arus kas untuk kelangsungan bisnis, bukan hanya fokus pada laba akrual (Almeida, H., 2021).

Cash flow performance merupakan salah satu sinyal keuangan yang dapat diandalkan, karena arus kas dari aktivitas operasional menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan kas secara organik tanpa dipengaruhi oleh fleksibilitas pencatatan akuntansi yang melekat pada basis akrual (Christian & Dewi, 2022). Beberapa studi menemukan bahwa arus kas operasional memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan (Masero dan Manjon, 2020; Umam dan Tumirin, 2024), sementara hasil lain menunjukkan pengaruh yang beragam tergantung pada konteks industri dan periode penelitian. Selain faktor keuangan, mekanisme tata kelola perusahaan juga memiliki peran penting dalam membentuk kepercayaan investor (Bamel et al., 2025). Sejalan dengan perspektif *Agency Theory* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan adanya perbedaan tujuan dan informasi asimetris dapat mengakibatkan keputusan tidak optimal sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara prinsipal (investor) dan agen (manajer) yang berdampak pada kinerja perusahaan. Disinilah peran tata kelola perusahaan, seperti kualitas audit dan dewan direksi menjadi penting untuk mengurangi potensi oportunistik manajemen.

Audit quality umumnya diproksikan menggunakan afiliasi auditor eksternal dengan Kantor Akuntan Publik (KAP) Big Four, dengan argumen bahwa KAP Big Four memiliki standar audit yang lebih tinggi, reputasi yang lebih baik, dan sumber daya yang lebih memadai dibandingkan KAP non-Big Four (Francis et al., 2021; Alsmady, 2022). Sementara itu, *board size* mencerminkan kapasitas dewan dalam mengakses sumber daya strategis, jaringan

eksternal, dan keahlian yang beragam, sebagaimana diprediksi oleh *Resource Dependence Theory* (Hillman et al., 2020). Secara teoretis, kedua mekanisme tata kelola ini diharapkan dapat meningkatkan kredibilitas informasi keuangan dan kualitas pengambilan keputusan strategis perusahaan, sehingga berdampak positif terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur dari sudut pandang pasar.

Namun, penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang belum konsisten mengenai pengaruh kedua variabel tersebut terhadap kinerja keuangan. Untuk *audit quality*, Abraham et al. (2024) menemukan bahwa kualitas pengawasan audit berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di Amerika Serikat, namun pengaruh tersebut bersifat subjektif dan bergantung pada persepsi manajemen terhadap proses audit. Sebaliknya, Hyarat et al. (2023) menemukan bahwa pengaruh *audit quality* terhadap kinerja perusahaan bersifat kondisional dan baru terlihat signifikan apabila dimoderasi oleh variabel lain seperti konsentrasi kepemilikan, sementara Alsmady (2022) menekankan bahwa *audit quality* lebih berperan dalam meningkatkan kualitas pelaporan keuangan dibandingkan secara langsung meningkatkan kinerja pasar. Untuk *board size*, Sari dan Pratiwi (2023) dalam konteks emiten Indonesia menemukan hubungan positif antara *board size* dan nilai perusahaan, sejalan dengan temuan Adams et al. (2021) bahwa komposisi dewan yang lebih besar dapat memperluas kapasitas pengawasan dan pengambilan keputusan. Namun, Wijaya dan Haryanto (2022) mengisyaratkan adanya titik optimal dalam hubungan *board size* dengan kinerja, di mana penambahan ukuran dewan melampaui titik tertentu justru dapat menurunkan efektivitas pengambilan keputusan. Ketidakkonsistenan temuan pada kedua variabel ini mengindikasikan adanya gap penelitian terkait peran *audit quality* dan *board size* terhadap kinerja keuangan, khususnya dalam konteks pasar modal Indonesia yang memiliki karakteristik struktur kepemilikan dan penegakan regulasi yang berbeda dari pasar modal negara maju.

Berdasarkan uraian sebelumnya, penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh *cash flow performance*, *audit quality* dan *board size* terhadap kinerja keuangan perusahaan dengan variabel moderasi *Board Independence* dan variabel kontrol *Firm Size* dinilai relevan untuk dilakukan. Penelitian ini akan menguji kembali hipotesis-hipotesis yang menghasilkan berbagai temuan dengan menggunakan data yang lebih baru. Periode penelitian 2020-2024 dipilih secara strategis untuk menangkap dinamika pasca pandemi dengan sampel sektor Healthcare dan Consumer Cyclicals yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Kedua sektor ini dipilih karena mengalami tantangan dan perubahan yang cukup signifikan selama periode penelitian, sekaligus menghadapi berbagai peluang yang dapat memengaruhi kinerja perusahaan.

METODE

Desain Penelitian dan Sumber Data

Penelitian ini berbentuk analisa kuantitatif dan pengujian hipotesis karena pengujian hubungan antar variabel membutuhkan perhitungan numerik, dengan pendekatan *explanatory research*, yang bertujuan untuk menguji pengaruh *cash flow performance, audit quality, dan board size* sebagai variabel independen terhadap kinerja keuangan perusahaan (Tobin's Q) sebagai variabel dependen, termasuk peran moderasi *board independence*. Data yang digunakan merupakan data sekunder berupa laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan yang bersumber dari database Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui laman resmi idx.co.id dan laporan keuangan yang dipublikasikan secara resmi. Periode penelitian meliputi tahun 2020 hingga 2024.

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan sektor *Healthcare* dan *Consumer Cyclicals* yang terdaftar di BEI selama periode 2020-2024. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive* sampling dengan kriteria yang ditetapkan sebagai berikut:

1. Sektor *Healthcare* dan *Consumer Cyclicals* terdaftar di BEI periode 2020-2024
2. Perusahaan yang konsisten melaporkan laporan keuangan dari 2020-2024
3. Perusahaan menerbitkan laporan tahunan secara lengkap dari 2020-2024
4. Perusahaan yang memiliki periode pelaporan keuangan Januari-Desember
5. Perusahaan yang laporan keuangan dalam mata uang rupiah

Definisi dan Pengukuran Variabel

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kinerja keuangan perusahaan yang diproksikan menggunakan Tobin's Q. Tobin's Q dihitung sebagai rasio antara nilai pasar ekuitas ditambah total liabilitas dibagi dengan total aset. Penggunaan Tobin's Q sebagai proksi kinerja keuangan merujuk pada kemampuannya dalam mengintegrasikan perspektif pasar dan perspektif akuntansi secara simultan, sehingga lebih komprehensif dibandingkan indikator berbasis laba semata. *Cash Flow Performance* (CFP) diukur menggunakan rasio arus kas operasional terhadap total aset, yang mencerminkan kemampuan aset perusahaan dalam menghasilkan kas dari kegiatan operasi inti. Proksi ini dipilih karena arus kas operasional relatif bebas dari distorsi kebijakan akuntansi akrual, sehingga memberikan gambaran yang lebih objektif mengenai kinerja operasional (Nallareddy et al., 2020; Umam dan Tumirin, 2024).

Audit Quality (AQ) diproksikan menggunakan variabel dummy berdasarkan klasifikasi auditor eksternal, di mana nilai 1 diberikan apabila perusahaan diaudit oleh Kantor Akuntan Publik (KAP) yang berafiliasi dengan Big Four (Deloitte, Ernst & Young, KPMG, PricewaterhouseCoopers), dan 0 untuk non-Big Four. Pendekatan ini lazim digunakan dalam literatur audit quality karena KAP Big Four secara konsisten dikaitkan dengan standar audit yang lebih tinggi, reputasi yang lebih baik, dan sumber daya yang lebih memadai (Francis et al., 2021; Alsmady, 2022). *Board Size* (BSZ) diukur dengan logaritma natural dari jumlah total anggota dewan komisaris perusahaan. Transformasi logaritmik diterapkan untuk mengurangi pengaruh outlier dan menormalkan distribusi data.

Board Independence (BI) diukur menggunakan proporsi jumlah komisaris independen terhadap total anggota dewan komisaris, sesuai dengan ketentuan POJK No. 33/POJK.04/2014 yang mensyaratkan minimal 30% anggota komisaris merupakan komisaris independen (OJK, 2014). Ukuran Perusahaan (SIZE) sebagai variabel kontrol diukur menggunakan logaritma natural dari total aset perusahaan.

Metode Analisis Data

Analisis data dilakukan menggunakan regresi data panel dengan bantuan *software* EViews. Ada tiga model pendekatan, yaitu *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM). Pemilihan model terbaik dilakukan melalui dua uji spesifikasi. Pertama, Uji Chow *(Chow Test*) untuk menentukan apakah CEM atau FEM yang lebih tepat. Hasil uji menunjukkan p-value sebesar 0,000 (< 0,05), sehingga FEM dipilih. Kedua, Uji Hausman (*Hausman Test*) untuk memilih antara FEM dan REM, dengan hasil p-value sebesar 0,000 (< 0,05) yang mengkonfirmasi superioritas FEM.

Setelah terpilihnya FEM, estimasi dilanjutkan dengan pendekatan *Generalized Least Squares* (GLS) menggunakan *cross-section weights* untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas lintas unit (*cross-sectional heteroskedasticity).* Selanjutnya, standar eror diestimasi menggunakan metode *White cross-section standard* errors and covariance tanpa koreksi derajat kebebasan (*no degrees of freedom correction*), atau yang dikenal sebagai FEM Robust No DF Correction. Pendekatan ini dipilih karena menghasilkan estimasi standar eror yang lebih efisien dengan tetap mempertahankan konsistensi dalam kondisi heteroskedastisitas. Model regresi yang diestimasi adalah sebagai berikut:

$$TBQit = \alpha + \beta 1CFPit + \beta 2AQit + \beta 3BSZit + \beta 4BIit + \beta 5(AQ*BI)\,it + \beta 6(BSZ*BI)\,it + \beta 7SIZEit + \varepsilon it$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Purposive

Proses seleksi sampel dilakukan menggunakan teknik *purposive sampling* berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan pada bagian metodologi. Dari total 201 emiten yang terdaftar pada sektor *Healthcare* dan *Consumer Cyclicals* di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020-2024, terdapat 66 perusahaan yang tidak konsisten melaporkan laporan keuangan secara lengkap selama periode penelitian sehingga dikeluarkan dari sampel. Selanjutnya, 9 perusahaan dikeluarkan karena tidak menerbitkan laporan tahunan secara lengkap, 1 perusahaan dikeluarkan karena memiliki periode pelaporan keuangan di luar Januari-Desember, dan 10 perusahaan dikeluarkan karena laporan keuangannya tidak disajikan dalam mata uang rupiah. Setelah melalui proses penyaringan tersebut, diperoleh sampel akhir sebanyak 115 perusahaan yang memenuhi seluruh kriteria. Dengan periode pengamatan selama 5 tahun (2020-2024), penelitian ini menghasilkan total 575 observasi data panel seimbang (balanced panel data), yang selanjutnya digunakan dalam analisis regresi data panel pada tahap berikutnya

Tabel 1. Kriteria dan Proses Seleksi Sampel

Kriteria	Jumlah
Total emiten sektor *Healthcare* dan *Consumer Cyclicals* terdaftar di BEI periode 2020-2024	201
Perusahaan tidak konsisten melaporkan laporan keuangan dari 2020-2024	(66)
Perusahaan tidak menerbitkan laporan tahunan secara lengkap dari 2020-2024	(9)
Periode pelaporan tidak Januari-Desember	(1)
Pelaporan tidak dalam mata uang rupiah	(10)
Emiten sampel akhir	115
Total observasi (115 x 5 tahun)	575

Pemilihan Model Estimasi

Berdasarkan Uji Chow, diperoleh nilai p-value cross section chi-square sebesar 0,000 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Hal ini berarti hipotesis nol (CEM) ditolak dan Fixed Effect Model (FEM) terpilih sebagai model yang lebih sesuai.

Tabel 2. Hasil Uji Chow

Redudant Fixed Effects Tests
Equation: CHOW
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	81.064580	(114,453)	0.0000
Cross-section Chi-square	1761.459396	114	0.0000

Selanjutnya, Uji Hausman menghasilkan p-value cross section random sebesar 0,000, yang kembali menolak hipotesis nol (REM) dan mengkonfirmasi bahwa FEM merupakan estimator yang lebih konsisten untuk data panel penelitian ini.

Tabel 3. Hasil Uji Hausman

Correlated Random Effects – Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	17.194243	7	0.0162

Hasil Estimasi Model Utama

Tabel 2 menyajikan hasil estimasi regresi data panel menggunakan FEM Robust (*No DF Correction*) dengan variabel dependen Tobin's Q.

Tabel 4. Hasil Estimasi FEM Robust No d.f Correction

Dependent Variable: TBQ
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)
Date: 05/25/26 Time: 15:07
Sample: 2020 2024
Periods included: 5
Cross-sections included: 115
Total panel (balanced) observations: 575
Linear esrimation after one-step weighting matrix
White cross-section standard errors & covariance (no d.f. correction)
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prod.
C	17.60093	1.366113	12.88395	0.0000
CFP	2.200913	0.469545	4.687328	0.0000
AQ	-0.079317	0.061792	-1.283602	0.1999
BSZ	1.037144	0.080036	12.95853	0.0000
BI	2.200839	0.175699	12.52621	0.0000
AQ*BI	0.875448	0.230031	3.805776	0.0002
BSZ*BI	-1.600439	0.084961	-18.83735	0.0000
SIZE	-0.515721	0.048770	-10.57453	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0.908028	Mean dependent var		13.61006
Adjested R-squared	0.883461	S.D. dependent var		9.938171
S.E. of regression	3.483408	Sum squared resid		5496.763
F-statistic	36.96197	Durbin-Watson stat		1.661779
Prob (F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.960200	Mean dependent var		4.794591
Sum squared resid	7569.806	Durbin-Watson stat		1.385713

Hasil estimasi menunjukkan bahwa model secara keseluruhan signifikan secara statistik, ditandai oleh nilai F-statistik sebesar 36,96197 dengan probabilitas 0,000. Nilai R-squared weighted sebesar 0,9080 mengindikasikan bahwa variabel-variabel dalam model mampu menjelaskan sekitar 90,80% variasi kinerja keuangan perusahaan, sementara unweighted R-squared sebesar 0,9602 mengkonfirmasi tingginya daya penjelas model terhadap variasi cross-section dalam data.

Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

1. Pengaruh *Cash Flow Performance* terhadap Kinerja Keuangan (H1)

Hasil estimasi menunjukkan bahwa *Cash Flow Performance* (CFP) memiliki koefisien sebesar 2,200913 dengan nilai t-statistik 4,687328 dan probabilitas 0,0000. Karena probabilitas lebih kecil dari 0,05 dengan arah koefisien yang positif, hipotesis pertama (H1) diterima. Temuan ini mengindikasikan bahwa setiap peningkatan rasio arus kas operasional terhadap total aset akan diikuti oleh peningkatan nilai Tobin's Q secara signifikan, ceteris paribus.

Hasil ini sejalan dengan argumen *Signaling Theory* bahwa arus kas operasional yang kuat memberikan sinyal kredibel kepada pasar mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan nilai secara berkelanjutan (Spence, 1973; Connelly et al., 2021). Secara empiris, temuan ini mendukung hasil penelitian Umam dan Tumirin (2024) serta Masero dan Manjon (2020) yang menemukan bahwa arus kas operasional berkorelasi positif dengan kinerja dan stabilitas keuangan perusahaan. Almeida (2021) juga menegaskan bahwa perusahaan dengan manajemen likuiditas yang baik, yang tecermin pada arus kas operasional yang positif, terbukti lebih resilient dalam menghadapi guncangan ekonomi eksternal seperti pandemi COVID-19 yang melanda selama periode penelitian ini. Dalam konteks sektor *Healthcare* dan *Consumer Cyclicals*, implikasi ini sangat relevan. Perusahaan *healthcare* yang mampu mempertahankan

arus kas operasional yang kuat selama pandemi mendapat apresiasi pasar yang lebih tinggi, karena investor melihat kemampuan kas sebagai jaminan keberlangsungan operasional dan kapasitas investasi ke depan. Demikian pula pada sektor *Consumer Cyclicals*, kemampuan menghasilkan kas dari operasi menjadi indikator daya tahan bisnis di tengah volatilitas permintaan konsumen.

2. Pengaruh *Audit Quality* terhadap Kinerja Keuangan (H2)

Variabel *Audit Quality* (AQ) menghasilkan koefisien sebesar -0,079317 dengan nilai t-statistik -1,283602 dan probabilitas 0,1999. Karena probabilitas melebihi 0,05, hipotesis kedua (H2) ditolak. Dengan demikian, penelitian ini tidak menemukan bukti empiris yang cukup untuk menyatakan bahwa kualitas audit (yang diproksikan dengan afiliasi KAP Big Four) berpengaruh langsung dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur melalui Tobin's Q. Hasil ini tidak sepenuhnya bertentangan dengan literatur yang ada. Hyarat et al. (2023) menemukan bahwa pengaruh audit quality terhadap kinerja perusahaan bersifat kondisional, bergantung pada variabel moderasi seperti konsentrasi kepemilikan. Francis et al. (2021) menunjukkan bahwa dampak kualitas audit terhadap kinerja tidak bersifat seragam dan sangat bergantung pada konteks pasar audit masing-masing negara. Ketidaksignifikanan pengaruh langsung AQ dalam penelitian ini dapat dijelaskan melalui dua argumentasi.

Pertama, dalam konteks pasar modal Indonesia, penggunaan KAP Big Four belum tentu secara otomatis diterjemahkan menjadi peningkatan kinerja keuangan yang terukur melalui nilai pasar, karena masih terdapat keterbatasan dalam penegakan standar pelaporan dan kesadaran investor terhadap kualitas audit. Kedua, pengaruh audit quality terhadap kinerja perusahaan lebih bersifat tidak langsung, yaitu melalui peningkatan kualitas informasi yang mendorong kepercayaan investor dalam jangka panjang, bukan melalui dampak langsung pada nilai pasar dalam jangka pendek. Hal ini konsisten dengan temuan Alsmady (2022) yang menekankan bahwa kualitas audit lebih berperan dalam meningkatkan kualitas pelaporan keuangan daripada secara langsung meningkatkan kinerja pasar.

3. Pengaruh *Board Size* terhadap Kinerja Keuangan (H3)

Board Size (BSZ) menunjukkan koefisien positif sebesar 1,037144 dengan t-statistik 12,95853 dan probabilitas 0,0000. Dengan demikian, hipotesis ketiga (H3) diterima. Temuan ini mengkonfirmasi bahwa ukuran dewan direksi yang lebih besar berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur melalui Tobin's Q. Hasil ini konsisten dengan prediksi *Resource Dependence Theory* bahwa dewan yang lebih besar memiliki akses lebih luas terhadap sumber daya strategis, jaringan eksternal, dan keahlian yang beragam (Hillman et al., 2020). Sari dan Pratiwi (2023) dalam konteks emiten Indonesia juga menemukan hubungan positif antara *board size* dan nilai perusahaan, yang mengisyaratkan bahwa pasar modal Indonesia menghargai kehadiran dewan yang lebih besar sebagai sinyal *governance* yang lebih kuat.

4. Moderasi *Board Independence* pada Pengaruh *Audit Quality* (H4)

Variabel interaksi AQ*BI menghasilkan koefisien positif sebesar 0,875448 dengan t-statistik 3,805776 dan probabilitas 0,0002. Karena probabilitas berada di bawah 0,05 dengan koefisien interaksi yang positif, hipotesis keempat (H4) diterima. Temuan ini mengindikasikan bahwa board independence memperkuat pengaruh *audit quality* terhadap kinerja keuangan perusahaan. Secara substantif, hasil ini dapat diinterpretasikan bahwa komisaris independen bertindak sebagai komplementer dari fungsi audit eksternal. Ketika perusahaan diaudit oleh KAP Big Four sekaligus memiliki proporsi komisaris independen yang tinggi, mekanisme pengawasan ganda ini menciptakan lingkungan akuntabilitas yang lebih kuat, yang pada akhirnya diterjemahkan oleh pasar sebagai sinyal positif terhadap nilai perusahaan. Bamel et al. (2025) menemukan pola serupa di mana *board independence* memoderasi hubungan antara transparansi tata kelola dan kinerja perusahaan di negara-negara Global South, termasuk Indonesia yang termasuk dalam kategori tersebut.

Temuan ini juga sejalan dengan argumen Nuzula dan Maryanti (2025) bahwa kombinasi struktur dewan yang independen dengan mekanisme audit yang berkualitas menciptakan sinergi *governance* yang melampaui efek masing-masing variabel secara terpisah. Dalam konteks sektor *Healthcare*, di mana pelaporan keuangan sering kali kompleks dan melibatkan banyak komponen akrual, sinergi antara audit berkualitas dan pengawasan komisaris independen menjadi sangat krusial.

5. Moderasi *Board Independence* pada Pengaruh *Board Size* (H5)

Variabel interaksi BSZ*BI menghasilkan koefisien negatif sebesar -1,600439 dengan t-statistik -18,83735 dan probabilitas 0,0000. Hipotesis kelima (H5) diterima, dengan catatan bahwa arah moderasinya bersifat melemahkan (*negative moderation*), bukan memperkuat. Artinya, semakin tinggi proporsi komisaris independen, pengaruh positif *board size* terhadap kinerja keuangan justru berkurang. Temuan yang menarik ini dapat diinterpretasikan melalui beberapa perspektif. Pertama, dalam dewan yang besar dengan proporsi komisaris independen yang tinggi, proses pengambilan keputusan menjadi lebih kompleks dan berpotensi menimbulkan inefisiensi koordinasi. Komisaris independen, meski berkontribusi pada objektivitas, mungkin tidak selalu memiliki pemahaman mendalam terhadap bisnis spesifik perusahaan, sehingga penambahan anggota independen dalam dewan yang sudah besar justru dapat memperlambat responsivitas dewan terhadap peluang dan tantangan bisnis.

Kedua, hal ini dapat mencerminkan fenomena yang dikenal sebagai "*over-monitoring problem*", di mana pengawasan yang terlalu intensif dari komisaris independen dapat membatasi ruang gerak manajemen dalam mengambil risiko yang diperhitungkan (*calculated risk-taking*), yang justru dibutuhkan untuk mendorong kinerja jangka panjang. Wijaya dan Haryanto (2022) juga mengisyaratkan adanya titik optimal dalam hubungan *board size* dengan kinerja, dan kehadiran komisaris independen yang dominan dalam dewan yang besar mungkin mendorong perusahaan melampaui titik optimal tersebut.

6. Variabel Kontrol: Ukuran Perusahaan (SIZE)

Variabel kontrol ukuran perusahaan (SIZE) memiliki koefisien negatif sebesar -0,515721 dengan t-statistik -10,57453 dan probabilitas 0,0000. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki nilai Tobin's Q yang lebih rendah, setelah mengontrol variabel-variabel lain dalam model. Hal ini dapat dijelaskan melalui fenomena "size discount" dalam pasar modal, di mana perusahaan besar umumnya memiliki potensi pertumbuhan yang lebih terbatas dibandingkan perusahaan yang lebih kecil, sehingga rasio nilai pasar terhadap nilai buku (yang tercermin dalam Tobin's Q) cenderung lebih rendah.

Selain itu, perusahaan besar di sektor *Healthcare* dan *Consumer Cyclicals* mungkin menghadapi tekanan regulasi yang lebih ketat, biaya operasional yang lebih tinggi, dan kompleksitas manajemen yang lebih besar, yang secara kolektif dapat menekan efisiensi dan imbal hasil aset. Badan Kebijakan Fiskal (2016) juga mencatat bahwa skala usaha yang besar tidak selalu berbanding lurus dengan efisiensi finansial, terutama dalam konteks ekonomi berkembang seperti Indonesia.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil estimasi Fixed Effect Model (FEM) Robust No DF Correction, dapat disimpulkan bahwa cash flow performance terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mampu menghasilkan arus kas operasional yang kuat dan konsisten cenderung memperoleh apresiasi nilai pasar yang lebih tinggi, sejalan dengan prediksi *Signaling Theory* yang menyatakan bahwa informasi keuangan yang baik menjadi sinyal positif bagi investor. Sementara itu, audit quality yang diproksikan melalui afiliasi Kantor Akuntan Publik (KAP) Big Four tidak terbukti memiliki pengaruh langsung dan signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur menggunakan Tobin’s Q. Hasil ini mengindikasikan bahwa peran kualitas audit cenderung bersifat tidak langsung dan dipengaruhi oleh efektivitas mekanisme tata kelola perusahaan yang

mendukungnya. Selanjutnya, board size terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan, yang mengonfirmasi bahwa ukuran dewan yang lebih besar mampu memberikan nilai tambah melalui akses terhadap sumber daya, pengalaman, dan perspektif yang lebih beragam. Di sisi lain, board independence terbukti memperkuat hubungan antara audit quality dan kinerja keuangan, yang menunjukkan adanya sinergi positif antara mekanisme pengawasan internal dan eksternal dalam menciptakan akuntabilitas serta meningkatkan nilai perusahaan. Namun demikian, board independence juga ditemukan memperlemah pengaruh positif board size terhadap kinerja keuangan. Temuan ini dapat diinterpretasikan sebagai adanya fenomena *over-monitoring*, yaitu kondisi ketika dominasi komisaris independen dalam dewan yang berukuran besar justru berpotensi menghambat efektivitas pengambilan keputusan strategis. Selain itu, ukuran perusahaan terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan, yang konsisten dengan fenomena *size discount* di pasar modal, di mana perusahaan yang semakin besar tidak selalu memperoleh penilaian pasar yang lebih tinggi.

Dari perspektif manajerial, hasil penelitian ini memberikan implikasi bahwa perusahaan perlu memprioritaskan pengelolaan arus kas operasional sebagai faktor utama dalam meningkatkan dan mempertahankan kinerja keuangan yang berkelanjutan. Kinerja arus kas yang sehat tidak hanya mencerminkan efektivitas operasional perusahaan, tetapi juga berfungsi sebagai sinyal strategis yang mampu meningkatkan kepercayaan investor dan pasar. Dari perspektif tata kelola perusahaan, temuan ini menegaskan pentingnya perancangan komposisi dewan yang proporsional dan efektif. Penambahan jumlah anggota dewan sebaiknya tidak hanya berfokus pada aspek kuantitas, tetapi juga harus mempertimbangkan kualitas, kompetensi, dan kontribusi strategis setiap anggota. Selain itu, proporsi komisaris independen perlu dioptimalkan agar fungsi pengawasan dapat berjalan secara efektif tanpa mengurangi fleksibilitas dalam proses pengambilan keputusan. Bagi regulator, hasil penelitian ini menunjukkan perlunya penyempurnaan regulasi tata kelola perusahaan melalui penyusunan pedoman mengenai komposisi dewan yang optimal sesuai dengan karakteristik ukuran dan sektor industri perusahaan. Kebijakan yang mampu menciptakan keseimbangan antara independensi komisaris dan efektivitas operasional dewan diyakini dapat mendorong peningkatan kinerja keuangan perusahaan secara lebih optimal.

Meskipun demikian, penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan dalam menginterpretasikan hasil penelitian. Pertama, komposisi sampel yang didominasi oleh perusahaan yang diaudit oleh KAP non-Big Four menyebabkan variasi pada variabel audit quality menjadi relatif rendah, sehingga hasil yang menunjukkan tidak signifikannya pengaruh audit quality terhadap kinerja keuangan perlu ditafsirkan secara hati-hati. Kedua, periode penelitian yang mencakup masa pandemi COVID-19 pada tahun 2020–2022 berpotensi memengaruhi hubungan antarvariabel karena kondisi ekonomi selama periode tersebut berbeda dari kondisi normal, khususnya pada variabel cash flow performance yang cenderung lebih sensitif terhadap tekanan ekonomi. Selain itu, penelitian ini hanya mencakup dua sektor industri sehingga generalisasi hasil penelitian ke sektor lain masih memiliki keterbatasan. Oleh karena itu, penelitian mendatang disarankan untuk memperluas cakupan sektor atau melakukan analisis komparatif lintas sektor agar diperoleh pemahaman yang lebih komprehensif. Penelitian selanjutnya juga dapat memisahkan periode pandemi dan non-pandemi melalui analisis subperiode guna menguji konsistensi hubungan antarvariabel pada kondisi ekonomi yang berbeda. Selain itu, perluasan sampel dengan variasi proporsi komisaris independen yang lebih beragam akan membantu memperkuat validitas dan generalisasi temuan mengenai peran board independence dalam meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

REFERENSI

Abraham, R., Harris, J., & Auerbach, J. (2024). The Impact of Audit Oversight Quality on the Financial Performance of U.S. Firms: A Subjective Assessment. Journal of Risk and Financial Management, 17(4). https://doi.org/10.3390/jrfm17040151

Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2021). The Role of the Board of Directors in Corporate Governance. Annual Review of Financial Economics, 13, 1-24.

Almeida, H. (2021). Liquidity Management During the COVID-19 Pandemic. Asia-Pacific Journal of Financial Studies, 50(1). https://doi.org/10.1111/ajfs.12322

Alsmady, A. A. (2022). Quality of Financial Reporting, External Audit, Earnings Power and Companies Performance: The Case of Gulf Corporate Council Countries. Research in Globalization, 5, 100093. https://doi.org/10.1016/j.resglo.2022.100093

Badan Kebijakan Fiskal. (2016). Tinjauan Ekonomi, Keuangan & Fiskal: Edisi I. Kementerian Keuangan Republik Indonesia.

Bamel, N., Dhir, S., & Bamel, U. (2025). ESG Disclosure and Firm Performance in Global South Economy: Does Industry Profile and Board Independence Moderate the Relationship? International Review of Economics & Finance, 100. https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.104093

Christian, A., & Dewi, K. (2022). The Effect of Corporate Governance, Cash Flow, and Dividend Policy on Company Performance with Family Ownership as Moderating Variables. Journal of Accounting, Finance and Auditing, 9(1). https://doi.org/10.21512/jafa.v9i1.8161

Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2021). Signaling Theory: A Review and Assessment. Journal of Management, 47(1), 1-31.

Dang, C., Li, Z. F., & Yang, C. (2018). Measuring firm size in empirical corporate finance. Journal of Banking & Finance, 86, 159-176. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.09.006

Francis, J. R., Michas, P. N., & Seavey, S. E. (2021). Does Audit Market Concentration Harm Audit Quality? Evidence from Benchmark Markets. Contemporary Accounting Research, 38(2), 1-35.

Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2020). Resource Dependence Theory: A Review. Journal of Management, 46(1), 1-35.

Hyarat, H., Al-Najjar, B., & Alhaj-Yaseen, Y. (2023). The Impact of Audit Quality on Firm Performance: The Moderating Role of Ownership Concentration. Journal of Business Review, 8(4). https://doi.org/10.26668/businessreview/2023.v8i4.1721

Intara, P., Sangwichitr, K., & Sattayarak, O. (2024). Earnings Quality and Firm Value: Does Corporate Governance Matter? Cogent Business & Management, 11(1). https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2386158

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.

Masero, N., & Manjon, J. (2020). The Usefulness of Operating Cash Flow for Predicting Business Bankruptcy in Medium-Sized Firms. Revista Brasileira de Gestao de Negocios, 22(4). ISSN 1983-0807.

Nallareddy, S., Sethuraman, M., & Venkatachalam, M. (2020). Changes in Accrual Properties and Operating Environment: Implications for Cash Flow Predictability. Journal of Accounting and Economics, 69(2-3). https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2020.101313

Nuzula, A., & Maryanti, E. (2025). Gender Diversity, Audit Committee, Ownership Structure on Financial Performance and Firm Value. SHS Web of Conferences, 212. https://doi.org/10.1051/shsconf/202521201010

Otoritas Jasa Keuangan. (2014). POJK No. 33/POJK.04/2014 tentang Direksi dan Dewan Komisaris Emiten atau Perusahaan Publik. OJK.

Pfeffer, J. and Salancik, G. (1978) The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective. Harper & Row, New York

Sari, D. K., & Pratiwi, A. (2023). Board Size and Firm Value: Evidence from Indonesian Listed Companies. Journal of Asian Finance, Economics and Business, 10(2), 123-135.

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. The Quarterly Journal of Economics, 87(3), 355-374.

Umam, R., & Tumirin. (2024). Operating Cash Flow Drives Profit Stability in Indonesian Manufacturing. Journal of Economics and Business Research.

Wijaya, I. M., & Haryanto, B. (2022). The Effect of Board Size on Financial Performance: Evidence from Indonesia. International Journal of Business and Society, 23(1), 45-60.

Yermack, D. (2020). Corporate Boards and Strategy. Annual Review of Financial Economics, 12, 1-25.

Yolandita, A. A., & Cahyonowati, N. (2022). The Effects of Audit Quality on Firm Value of Indonesian Financial Service Sector. Diponegoro Journal of Accounting, 11(1).