

PERAN *INTERNAL FINANCING* DALAM MEMODERASI PENGARUH *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP *LEVERAGE* PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA

Najwasyalita Nur Febrianisa

Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
najwasyalita83@gmail.com

Hersugondo

Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
hersugondo@lecturer.undip.ac.id

ABSTRACT

Companies seeking long-term growth and development must understand three main elements: corporate governance, capital structure, and financial structure. This study aims to examine the effect of corporate governance on leverage, using internal financing as a moderator and firm size as a control variable. This study was conducted over a five-year period in the manufacturing industry listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). Purposive sampling was used to select 84 out of 344 companies, utilizing secondary data obtained from Bloomberg Terminal and each company's financial statements. Data testing employed panel data regression and Moderated Regression Analysis (MRA) with a standard error white cross-section (period cluster) approach. Empirical data show that overall corporate governance can affect leverage. Furthermore, the variables AC, MO, IO can directly affect leverage after IF variable is included. In the MRA test, IF variable can moderate and weaken the influence of AC on leverage, and IF is also able to moderate and strengthen the influence of BOD on leverage.

Keywords: *Corporate Governance, Firm Size, Leverage, Internal Financing,*

PENDAHULUAN

Perusahaan saat ini dituntut untuk dapat melakukan pengelolaan sumber daya dan struktur keuangannya secara efektif dan efisien karena mengingat perkembangan dunia bisnis yang semakin kompetitif. Terdapat beberapa hal penting yang harus dipahami oleh para pelaku usaha sebab hal tersebut berdampak langsung pada nilai dan pertumbuhan bisnisnya. Pertama, mekanisme *corporate governance* yang meliputi *audit committee*, *independent commissioner*, *board of directors*, *managerial ownership*, dan *institutional ownership* yang mampu meningkatkan pengawasan terhadap manajemen sehingga perusahaan lebih berhati-hati dalam menggunakan utang. Regulasi tata kelola perusahaan menjadi penting dalam pengambilan keputusan keuangan akibat dari adanya krisis keuangan yang pernah terjadi di Asia, Brasil, dan Rusia pada tahun 1998 lalu (Huynh et al., 2022). Fenomena krisis tersebut dapat dikaitkan dengan kegagalan dan kelemahan dalam regulasi tata kelola perusahaan (Zhou et al., 2021). Kedua, keputusan terkait pendanaan, baik internal maupun eksternal. Dengan menggabungkan kedua sumber dana tersebut, struktur modal yang optimal mampu diperoleh suatu perusahaan (Yulianto, 2017).

Umumnya struktur modal sering diukur melalui *leverage* dengan rumus *Debt to Asset Ratio* (DAR) di mana proporsi DAR dapat mencerminkan seberapa besar total aset yang dapat dibiayai oleh utang. Di Indonesia, perusahaan manufaktur menjadi salah satu sektor dengan *leverage* yang berada di level cukup tinggi mengingat karakteristik usahanya yang

bersifat padat modal (*capital intensive*) dengan kebutuhan aset tetap yang besar dan pembiayaan yang tinggi (Ardiningrum & Putri, 2021; Susanti et al., 2022). Fenomena di lapangan membuktikan bahwa utang menjadi sumber pembiayaan utama, terutama jika proporsi dana internal tidak mencukupi untuk mendanai operasional dan ekspansi.

Tabel 1
Total Utang Perusahaan Manufaktur (2020–2024)

Sub-Sektor	Total Utang (dalam Triliun)				
	2020	2021	2022	2023	2024
<i>Industrials</i>	134,86	122,46	116,39	158,18	166,26
<i>Consumer Non-cyclicals</i>	262,99	287,23	295,21	283,53	289,91
<i>Consumer Cyclicals</i>	148,73	151,32	164,74	164,21	148,94
<i>Basic Materials</i>	307,02	304,99	344,07	374,98	437,21
Total	853,6	866	920,41	980,9	1.042,32

Sumber: Data diolah, 2026 (Bloomberg Database)

Pada tabel 1 terlihat bahwa penggunaan utang pada sektor manufaktur mengalami tren kenaikan yang cukup signifikan dari tahun 2020–2024. Selain itu, fenomena tingginya utang juga tercermin pada kasus PT. Sri Rejeki Isman Tbk. (Sritex) yang mengalami *overleverage* mencapai lebih dari Rp29 triliun hingga berujung pada kebangkrutan (Rangkuti, 2025). Kondisi tersebut menunjukkan bahwa dalam pemanfaatan utang yang tidak terkendali dapat mendorong risiko keuangan yang lebih besar dan berdampak negatif terhadap keberlangsungan suatu perusahaan.

Fenomena tersebut juga tak lepas dari peran mekanisme *corporate governance* yang gagal diterapkan oleh perusahaan. Hal ini menandakan bahwa terjadi *fenomena gap* antara *corporate governance* terhadap *leverage* di industri manufaktur yang telah terdaftar di BEI selama 2020–2024. Selain itu, banyak penelitian terdahulu yang hasilnya juga masih inkonsisten antara *corporate governance* dengan *leverage* dan hal tersebut menimbulkan adanya celah penelitian.

Tabel 2
Ringkasan *Research Gap* Penelitian Terdahulu

Variabel Independen	Variabel Dependen	Hasil	Peneliti/Tahun
<i>Corporate Governance</i>	<i>Leverage</i>	Positif Signifikan	Akwaa-sekyi et al. (2024); Chowdhury et al. (2024); Huynh et al. (2022)
		Negatif Signifikan	(Javaid et al., 2021; Li, 2024; Mwaungulu et al., 2023; Younas, 2022)
		Tidak signifikan	Anggraini & Suranta (2023); Kayati et al. (2019); Kijkasiwat et al. (2022); Lestari et al. (2024)

Sumber: Berbagai literatur terdahulu, 2026

Selanjutnya, keputusan penggunaan utang juga dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendanaan internal. Penggunaan *internal financing* sering dianggap lebih menguntungkan karena perusahaan tidak perlu menanggung biaya transaksi maupun kewajiban pembayaran bunga seperti pada pendanaan eksternal (Patricia & Dewi,

2025). Pada penelitian ini, *internal financing* akan berperan sebagai variabel moderasi yang dapat melihat apakah *internal financing* mampu memperkuat atau memperlemah hubungan antara keduanya. Dengan demikian, mengacu dari penjelasan latar belakang, adanya *fenomena gap*, dan *research gap*, maka penelitian terkait pengaruh *corporate governance* terhadap *leverage* dengan *internal financing* sebagai variabel moderasi penting untuk dilakukan, serta diharapkan penelitian ini dapat menjadi suatu kebaruan dan dapat memberikan kontribusi baru dalam konteks penelitian tata kelola perusahaan.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Pengaruh *Audit Committee* terhadap *Leverage*

Komite audit merupakan mekanisme *corporate governance* yang berfungsi dalam mengawasi proses pelaporan keuangan dan kebijakan manajemen perusahaan. Keberadaan komite audit yang efektif dapat meningkatkan pengawasan terhadap keputusan pendanaan perusahaan sehingga manajemen akan lebih berhati-hati dalam menggunakan utang. Semakin efektif peran komite audit, maka tingkat *leverage* perusahaan cenderung menurun (Kayati et al., 2019). Hal tersebut sesuai dengan *agency theory*, di mana komite audit berperan sebagai mekanisme monitoring untuk mengurangi konflik kepentingan antara pihak *agent* dan pihak *principal*. Oleh karena itu, peran komite audit yang efektif diperkirakan mampu berpengaruh negatif terhadap *leverage* dengan didukung oleh penelitian terdahulu dari Huynh et al. (2022) dan Younas (2022).

H1: *Audit Committee* berpengaruh negatif signifikan terhadap *Leverage*

Pengaruh *Independent Commissioner* terhadap *Leverage*

Komisaris independen merupakan pihak eksternal yang berperan dalam mengawasi dan mengontrol kebijakan manajemen secara independen. Keberadaan komisaris independen diharapkan mampu meningkatkan efektivitas pengawasan terhadap keputusan keuangan perusahaan dan diharapkan mampu mendorong manajemen untuk lebih berhati-hati dalam menentukan struktur modal (Yulianto, 2017). Hal ini sesuai dengan *agency theory* di mana komisaris independen melalui mekanisme monitoring dapat mengurangi konflik keagenan. Sehingga, komisaris independen diperkirakan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*. Pernyataan tersebut didukung oleh Javaid et al. (2021); Li (2024); Mwaungulu et al. (2023).

H2: *Independent Commissioner* berpengaruh negatif signifikan terhadap *Leverage*

Pengaruh *Board of Directors* terhadap *Leverage*

Dewan direksi bertanggung jawab dalam proses operasional perusahaan dan setiap keputusan penting perusahaan (Mande et al., 2012). Semakin baik fungsi dewan direksi, maka pengawasan terhadap risiko keuangan perusahaan juga semakin optimal karena dewan direksi cenderung mempertimbangkan dampak dari penggunaan utang yang berlebihan. Hal tersebut sesuai dengan *agency theory* yang menyatakan bahwa peran dewan direksi sebagai pengendali internal mampu menyalurkan kepentingan antara pihak *agent* dan *principal*. Dengan demikian, dewan direksi diperkirakan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *leverage* dengan didukung oleh Akwaa-sekyi et al. (2024); Chowdhury et al. (2024); Javaid et al. (2021).

H3: *Board of Directors* berpengaruh negatif signifikan terhadap *Leverage*

Pengaruh *Managerial Ownership* terhadap *Leverage*

Kepemilikan manajerial merupakan proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan. Semakin besar proporsi kepemilikan manajerial, maka *leverage* perusahaan cenderung menurun karena manajer juga menjadi pemilik saham sehingga mereka akan menghindari risiko kebangkrutan dari penggunaan utang yang

berlebih. Kepemilikan manajerial dapat mengurangi konflik antara *agent* dan *principal* sehingga keputusan pendanaan menjadi lebih konservatif dan manajer berfokus dalam memaksimalkan nilai perusahaan (Faisal et al., 2024). Pernyataan tersebut sesuai dengan *agency theory* dengan didukung oleh Akwaa-sekyi et al. (2024); Li (2024); Mwaungulu et al. (2023). Dengan demikian, diperkirakan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*.

H4: *Managerial Ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap *Leverage*

Pengaruh *Institutional Ownership* terhadap *Leverage*

Kepemilikan institusional merupakan proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak eksternal, seperti lembaga atau badan organisasi diluar perusahaan. Pada konteks *agency theory*, tingginya proporsi kepemilikan institusional dapat meningkatkan fungsi monitoring terhadap manajemen sehingga membantu mengurangi terjadinya *moral hazard* manajer dan masalah keagenan (Wang et al., 2023). Ketatnya pengawasan oleh investor institusional dapat menekan manajer untuk dapat melakukan pengelolaan terhadap utang sehingga *leverage* perusahaan cenderung menurun. Oleh karena itu, diperkirakan kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *leverage* dengan didukung oleh penelitian dari Akwaa-sekyi et al. (2024); Li (2024); Mwaungulu et al. (2023).

H5: *Institutional Ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap *Leverage*

Internal Financing* memoderasi *Corporate Governance* terhadap *Leverage

Internal financing merupakan sumber modal yang diperoleh melalui laba ditahan, di mana mencerminkan kemampuan suatu perusahaan dalam membiayai aktivitas operasionalnya tanpa bergantung pada utang. Keputusan terkait *leverage* juga dipengaruhi oleh ketersediaan dana internal perusahaan. Tingginya *internal financing* dapat meminimalisir ketergantungan perusahaan terhadap utang, sehingga *internal financing* diduga mampu memoderasi pengaruh *corporate governance* yang meliputi *audit committee*, *independent commissioner*, *board of directors*, *managerial ownership*, dan *institutional ownership* terhadap *leverage* (Anggono & Viriany, 2025; Bensaadi et al., 2023).

H6: *Internal Financing* memoderasi pengaruh *Audit Committee* terhadap *Leverage*

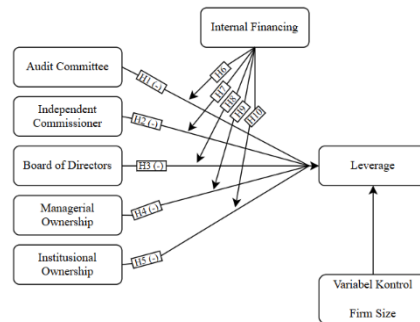
H7: *Internal Financing* memoderasi pengaruh *Independent Commissioner* terhadap *Leverage*

H8: *Internal Financing* memoderasi pengaruh *Board of Directors* terhadap *Leverage*

H9: *Internal Financing* memoderasi pengaruh *Managerial Ownership* terhadap *Leverage*

H10: *Internal Financing* memoderasi pengaruh *Institutional Ownership* terhadap *Leverage*

Gambar 1
Kerangka Pemikiran Penelitian



Sumber: *Corporate Governance Quality and Financial Leverage: Evidence from China* (Zhou et al., 2021)

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Leverage*, sedangkan variabel independen yang digunakan meliputi *Audit Committee*, *Independent Commissioner*, *Board of Directors*, *Managerial Ownership*, dan *Institutional Ownership*. Pada penelitian ini juga memasukkan variabel moderasi berupa *Internal Financing* dan variabel kontrol berupa *Firm Size*.

Tabel 3
Definisi Operasional Perusahaan

Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran	Skala
<i>Leverage</i>	Tingkat penggunaan utang perusahaan yang diukur menggunakan <i>Debt to Asset Ratio</i> (DAR).	$LEV = \frac{Total\ Debt}{Total\ Assets}$	Rasio
<i>Audit Committee</i>	Jumlah anggota komite audit dalam perusahaan.	Total Anggota Komite Audit	Nominal
<i>Independent Commissioner</i>	Jumlah anggota komisaris independen dalam perusahaan.	Total Anggota Komisaris Independen	Nominal
<i>Board of Directors</i>	Jumlah anggota dewan direksi dalam perusahaan.	Total Anggota Dewan Direksi	Nominal
<i>Managerial Ownership</i>	Proporsi kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan.	$MO = \frac{Total\ Manajerial\ Ownership}{Total\ Shares\ Outstanding}$	Rasio
<i>Institutional Ownership</i>	Proporsi kepemilikan saham oleh institusi atau lembaga di luar perusahaan.	$IO = \frac{Total\ Institutional\ Ownership}{Total\ Shares\ Outstanding}$	Rasio

<i>Internal Financing</i>	Kemampuan pendanaan internal perusahaan berupa laba ditahan.	$IF = \frac{(Ret. Earnings + Depr. Expense)}{Total Assets}$	Rasio
<i>Firm Size</i>	Ukuran perusahaan berdasarkan total aset.	FS = (Ln) Total Assets	Rasio

Sumber: Berbagai literatur terdahulu, 2026

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama lima tahun, yaitu 2020–2024. Sampel dipilih melalui metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

Tabel 4
Penentuan Sampel Penelitian

No	Kriteria	Jumlah Perusahaan
1.	Industri manufaktur yang telah terregistrasi di BEI.	344
2.	Industri manufaktur yang tidak tercatat di BEI selama 2020–2024.	(32)
3.	Industri manufaktur yang tidak mempublikasikan laporan keuangannya secara berkala.	(10)
4.	Industri yang tidak menerapkan mata uang rupiah (Rp) pada laporan keuangannya.	(27)
5.	Industri manufaktur yang tidak mempunyai informasi lengkap terkait <i>corporate governance</i> .	(170)
6.	Industri manufaktur yang tidak memiliki data keuangan lengkap.	(21)
Total sampel		84
Total data observasi		420

Sumber: Data Bloomberg (diolah), 2026

Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan tahunan perusahaan periode 2020–2024 yang diperoleh dari *Terminal Bloomberg* dan website Bursa Efek Indonesia.

Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan analisis regresi data panel yang menggabungkan antara *cross-section* dan *time series*. Untuk uji moderasinya menggunakan metode *Moderated Regression Analysis* (MRA). Berikut persamaan regresi MRA:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{4it} + \beta_5 X_{5it} + \beta_6 Z_{it} + \beta_7 (X_1 * Z)_{it} + \beta_8 (X_2 * Z)_{it} + \beta_9 (X_3 * Z)_{it} + \beta_{10} (X_4 * Z)_{it} + \beta_{11} (X_5 * Z)_{it} + \beta_{12} C_{it} + \varepsilon_{it}$$

Y = Leverage

i = Data *cross section* (data perusahaan)

t = Data *time series* (data periode waktu)

α = Konstanta

β = Koefisien regresi

- X_1 = *Audit Committee (AC)*
- X_2 = *Independent Commissioner (IC)*
- X_3 = *Board of Directors (BOD)*
- X_4 = *Managerial Ownership (MO)*
- X_5 = *Institutional Ownership (IO)*
- Z = *Internal Financing (IF)*
- $X_1 * Z$ = *Interaksi antara AC dengan IF*
- $X_2 * Z$ = *Interaksi antara IC dengan IF*
- $X_3 * Z$ = *Interaksi antara BOD dengan IF*
- $X_4 * Z$ = *Interaksi antara MO dengan IF*
- $X_5 * Z$ = *Interaksi antara IO dengan IF*
- C = *Firm Size*
- ε = *Error*

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan objek berupa perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2020–2024 dan diperoleh sampel sebanyak 84 perusahaan yang memenuhi kriteria kelengkapan data selama lima tahun berturut-turut. Total observasi sebanyak 420 data yang diolah menggunakan Eviews 13 dengan pendekatan regresi data panel dan MRA.

Tabel 5
Hasil Uji Hipotesis dan MRA

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.061701	0.763900	-2.698916	0.0542
AC	-0.224125	0.067524	-3.319189	0.0294
IC	-0.016108	0.028988	-0.555681	0.6080
BOD	0.027488	0.004281	6.421049	0.0030
MO	-0.695755	0.107169	-6.492112	0.0029
IO	-0.199077	0.065524	-3.038217	0.0385
IF	-1.169712	0.298051	-3.924540	0.0172
AC_IF	0.487315	0.144932	3.362363	0.0282
IC_IF	-0.052382	0.057351	-0.913346	0.4127
BOD_IF	-0.068213	0.011131	-6.128036	0.0036
MO_IF	0.270477	0.272353	0.993114	0.3769
IO_IF	0.147349	0.298393	0.493809	0.6473
FS	0.108784	0.021073	5.162314	0.0067
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.906072	Mean dependent var	0.252032	
Adjusted R-squared	0.878532	S.D. dependent var	0.213721	
S.E. of regression	0.074486	Akaike info criterion	-2.158766	
Sum squared resid	1.797629	Schwarz criterion	-1.235279	
Log likelihood	549.3409	Hannan-Quinn criter.	-1.793762	
F-statistic	32.89962	Durbin-Watson stat	1.368395	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber: Data diolah dengan EViews 13

Uji Koefisien Detereminasi (R²)

Hasil uji koefisien determinasi (*Adjusted R-squared*) sebesar 0,878532. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh variabel independen (AC, IC, BOD, MO, IO) pada variabel dependen (LEV) dengan memasukkan variabel moderasi (IF) dan variabel kontrol (FS) mampu memberikan kontribusi sebesar 87,85%. Sementara itu, sebesar 12,15% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model penelitian ini.

Uji Statistik F

Hasil uji F menunjukkan nilai sebesar 32,89962 dengan nilai probabilitas sebesar 0.00000. Maka, dapat dinyatakan bahwa uji F berpengaruh karena probabilitas berada di bawah tingkat signifikansi 0,05. Dengan kata lain, variabel independen (AC, IC, BOD, MO, IO); variabel moderasi (IF); dan variabel kontrol (FS) secara keseluruhan mampu memberikan pengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Tabel 6
Perbandingan Hasil Uji t

Variable	Uji t (Sebelum memasukkan IF)		Uji t (Setelah memasukkan IF)	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
AC	-0.001988	0.9372	-0.224125	0.0294
IC	-0.017482	0.3321	-0.016108	0.6080
BOD	0.003893	0.3855	0.027488	0.0030
MO	-0.449227	0.1302	-0.695755	0.0029
IO	-0.093784	0.0890	-0.199077	0.0385
FS	0.137350	0.0081	0.108784	0.0067

Sumber: Data diolah dengan EViews13

Uji Statistik t

Uji t digunakan dalam melihat pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen (Ghozali, 2018). Berdasarkan hasil regresi data panel dan MRA dengan *robust standard error white cross-section (period cluster)*, tampak bahwa tidak semua variabel independen dapat berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen dan pengaruhnya dapat berubah ketika variabel lain ikut dimasukkan dalam model penelitian.

Sebelum variabel *internal financing* (IF) dimasukkan, hubungan antara variabel *audit committee* (AC) terhadap *leverage* adalah tidak berpengaruh. Namun, pengaruh antara keduanya dapat berubah menjadi negatif signifikan ketika IF dimasukkan dalam model penelitian dengan koefisien sebesar -0,224125 dan probabilitas sebesar 0,0294. Dengan demikian, *audit committee* berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage* dan H1 diterima pada model MRA.

Hubungan antara *independent commissioner* (IC) terhadap *leverage* ketika sebelum dan sesudah memasukkan variabel *internal financing* (IF) adalah tidak berpengaruh signifikan dengan koefisien sebesar -0,016108 dan probabilitas sebesar 0,6080. Nilai probabilitas tersebut melebihi tingkat signifikansi 0,05. Dengan demikian, *independent commissioner* tidak berpengaruh terhadap *leverage* dan H2 ditolak pada model MRA.

Sebelum variabel IF dimasukkan, hubungan antara *board of directors* (BOD) terhadap *leverage* adalah tidak berpengaruh. Namun, pengaruh antara keduanya berubah menjadi positif signifikan ketika IF dimasukkan dalam model penelitian dengan koefisien sebesar 0,027488 dan probabilitas sebesar 0,0030. Dengan demikian, *board of directors* berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage* dan H3 ditolak pada model MRA.

Sebelum variabel IF dimasukkan, hubungan antara *managerial ownership* (MO) terhadap *leverage* adalah tidak berpengaruh. Namun, pengaruh antara keduanya berubah menjadi negatif signifikan setelah IF dimasukkan dalam model penelitian dengan koefisien sebesar $-0,695755$ dan probabilitas sebesar $0,0029$. Dengan demikian, *managerial ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage* dan H4 diterima pada model MRA.

Sebelum variabel IF dimasukkan, hubungan antara *institutional ownership* (IO) terhadap *leverage* adalah tidak berpengaruh. Namun, pengaruh antara keduanya berubah menjadi negatif signifikan setelah IF dimasukkan dalam model penelitian dengan koefisien sebesar $-0,199077$ dan probabilitas sebesar $0,0385$. Dengan demikian, *institutional ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage* dan H5 diterima pada model MRA.

Pengaruh *Audit Committee* (AC) terhadap *Leverage*

Hasil uji t menunjukkan bahwa variabel komite audit sebelum menyertakan variabel IF tidak berpengaruh terhadap *leverage*, namun menjadi berpengaruh negatif signifikan setelah variabel IF dimasukkan. Kondisi ini menandakan bahwa efektivitas fungsi pengawasan komite audit terhadap kebijakan pendanaan perusahaan sangat dipengaruhi oleh kemampuan pendanaan internal perusahaan. Perusahaan dengan tingkat IF yang memadai cenderung memiliki fleksibilitas pendanaan yang lebih tinggi sehingga pengawasan komite audit dapat lebih efektif dalam menekan penggunaan utang. Pernyataan tersebut didukung oleh penelitian Younas (2022) dan Zhou et al. (2021) yang menyatakan bahwa komite audit berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*.

Pengaruh *Independent Commissioner* (IC) terhadap *Leverage*

Hasil uji t menunjukkan bahwa sebelum dan setelah variabel IF dimasukkan, komisaris independen tetap tidak berpengaruh terhadap *leverage*. Hal tersebut mengindikasikan bahwa keberadaan komisaris independen belum mampu memengaruhi keputusan struktur perusahaan secara langsung dan keberadaan IF dalam model belum cukup untuk menjelaskan variasi *leverage* yang berkaitan dengan efektivitas komisaris independen. Hal tersebut juga didukung penelitian oleh Kijkasiwat et al. (2022) yang mengungkapkan jika keberadaan komisaris independen tidak setiap saat memberikan efek langsung terhadap keputusan keuangan perusahaan, khususnya dalam konteks struktur modal.

Pengaruh *Board of Directors* (BOD) terhadap *Leverage*

Hasil uji t menunjukkan bahwa variabel dewan direksi sebelum memasukkan variabel IF tidak berpengaruh terhadap *leverage*, namun menjadi berpengaruh positif signifikan setelah variabel IF dimasukkan. Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki dana internal yang memadai, dewan direksi cenderung memiliki fleksibilitas lebih besar dalam menentukan sumber pendanaan yang optimal dan dapat lebih aktif mengambil keputusan yang membutuhkan dana, seperti ekspansi dan investasi sehingga penggunaan *leverage* meningkat. Hal tersebut didukung penelitian oleh Akwaa-sekyi et al. (2024) dan Huynh et al. (2022) yang menyatakan bahwa dewan direksi berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*.

Pengaruh *Managerial Ownership* (MO) terhadap *Leverage*

Hasil uji t menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial sebelum memasukkan variabel IF tidak berpengaruh terhadap *leverage*, namun menjadi berpengaruh negatif signifikan setelah variabel IF dimasukkan. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa tingginya proporsi saham manajerial mampu mendorong pihak manajemen untuk lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan pendanaan yang berisiko karena risiko finansial

perusahaan juga akan berdampak langsung pada kesejahteraan manajemen sebagai pemegang saham sehingga keberadaan kepemilikan manajerial efektif dalam menekan *leverage* perusahaan. Pernyataan tersebut didukung oleh Li (2024) dan Mwaungulu et al. (2023) yang mengungkapkan bahwa *managerial ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*.

Pengaruh *Institutional Ownership* (IO) terhadap *Leverage*

Hasil uji t menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional sebelum memasukkan variabel IF tidak berpengaruh terhadap *leverage*, namun menjadi berpengaruh negatif signifikan setelah variabel IF dimasukkan. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa investor institusi umumnya memiliki kemampuan *monitoring* yang lebih kuat dibandingkan investor manajerial sehingga dapat mendorong manajemen untuk lebih berhati-hati dalam menentukan kebijakan pendanaan dan perusahaan cenderung mengurangi penggunaan utang yang berlebih guna menekan risiko finansial dan menjaga stabilitas perusahaan. Pernyataan tersebut didukung oleh Li (2024) dan Mwaungulu et al. (2023) yang mengungkapkan bahwa *institutional ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*.

Kemampuan *Internal Financing* (IF) dalam Memoderasi Pengaruh *Audit Committee* (AC) terhadap *Leverage*

Hasil uji MRA yaitu interaksi antara variabel komite audit dan *internal financing* terhadap *leverage* adalah positif signifikan dengan koefisien sebesar 0,487315 dan probabilitas sebesar 0,0282. Hasil tersebut menunjukkan bahwa IF mampu menjadi moderator dan memperlemah pengaruh komite audit terhadap *leverage*. Hal tersebut menunjukkan bahwa pengaruh komite audit terhadap *leverage* bersifat kondisional yang bergantung pada tingkat *internal financing* perusahaan. Ketika perusahaan memiliki *internal financing* yang memadai, kondisi keuangan perusahaan cenderung lebih stabil dan memiliki fleksibilitas pendanaan yang lebih besar sehingga pengaruh komite audit dalam menekan penggunaan utang menjadi melemah karena perusahaan dinilai memiliki kemampuan yang lebih baik dalam mengelola risiko finansial. Dalam kondisi IF yang baik, komite audit dapat menilai bahwa perusahaan memiliki kapasitas finansial yang cukup untuk menanggung risiko utang sehingga penggunaan *leverage* meningkat. Hal tersebut didukung oleh Anggono & Viriany (2025) dan Huynh et al. (2022) yang menyatakan bahwa *internal financing* mampu memoderasi pengaruh *audit committee* terhadap *leverage*.

Kemampuan *Internal Financing* (IF) dalam Memoderasi Pengaruh *Independent Commissioner* (IC) terhadap *Leverage*

Hasil uji MRA yaitu interaksi antara variabel komisaris independen dan *internal financing* terhadap *leverage* adalah tidak berpengaruh signifikan dengan koefisien sebesar -0,052382 dan probabilitas sebesar 0,4127. Hasil tersebut menunjukkan bahwa IF tidak mampu menjadi moderator pengaruh komisaris independen terhadap *leverage*. Hal tersebut menunjukkan bahwa efektivitas komisaris independen dalam kebijakan struktur modal cenderung tetap dan tidak bergantung pada ketersediaan dana internal, baik dalam proporsi tinggi maupun rendah. Hubungan antara komisaris independen dan *leverage* juga tidak bersifat kondisional terhadap *internal financing* yang berarti masuknya variabel moderasi belum mampu memperkuat maupun memperlemah pengaruh komisaris independen terhadap keputusan pendanaan. Pernyataan tersebut didukung oleh Kijkasiwat et al. (2022) dan Yolanda & Utama (2021) yang mengungkapkan bahwa *internal financing* tidak mampu memoderasi pengaruh *independent commissioner* terhadap *leverage*.

Kemampuan *Internal Financing* (IF) dalam Memoderasi Pengaruh *Board of Directors* (BOD) terhadap *Leverage*

Hasil uji MRA yaitu interaksi antara variabel dewan direksi dan *internal financing* terhadap *leverage* adalah negatif signifikan dengan koefisien sebesar $-0,068213$ dan probabilitas sebesar $0,0036$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa IF mampu menjadi moderator dan memperkuat pengaruh dewan direksi terhadap *leverage*. Hal tersebut menunjukkan bahwa hubungan antara dewan direksi dan *leverage* bersifat kondisional terhadap tingkat *internal financing* perusahaan. Ketika perusahaan memiliki *internal financing* tinggi, maka dapat memberikan fleksibilitas bagi dewan direksi untuk mengurangi ketergantungan pada pendanaan eksternal sehingga risiko finansial akibat penggunaan utang dapat ditekan. Dalam kondisi tersebut, dewan direksi cenderung mengoptimalkan penggunaan laba ditahan dibandingkan meningkatkan *leverage* perusahaan sehingga pemanfaatan akan utang dapat berkurang. Pernyataan tersebut didukung oleh Bensaadi et al. (2023); Chowdhury et al. (2024); Javaid et al. (2021) yang mengungkapkan bahwa *internal financing* mampu memoderasi pengaruh *board of directors* terhadap *leverage*.

Kemampuan *Internal Financing* (IF) dalam Memoderasi Pengaruh *Managerial Ownership* (MO) terhadap *Leverage*

Hasil uji MRA yaitu interaksi antara variabel kepemilikan manajerial dan *internal financing* terhadap *leverage* adalah tidak berpengaruh signifikan dengan koefisien sebesar $0,270477$ dan probabilitas sebesar $0,3769$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa IF tidak mampu menjadi moderator pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *leverage*. Dengan demikian, hubungan kepemilikan manajerial dan *leverage* tidak dipengaruhi oleh tingkat *internal financing* suatu perusahaan, baik dalam proporsi tinggi maupun rendah. Kondisi tersebut juga menunjukkan bahwa keberadaan variabel moderasi belum mampu memperkuat maupun memperlemah hubungan antara kepemilikan manajerial terhadap *leverage* yang berarti dalam penelitian ini *internal financing* tidak memberikan perubahan yang signifikan terhadap efektivitas kepemilikan manajerial dalam menentukan kebijakan utang perusahaan. Pernyataan tersebut didukung oleh Javaid et al. (2021) dan Lestari et al. (2024) yang mengungkapkan bahwa *internal financing* tidak mampu memoderasi pengaruh *managerial ownership* terhadap *leverage*.

Kemampuan *Internal Financing* (IF) dalam Memoderasi Pengaruh *Institutional Ownership* (IO) terhadap *Leverage*

Hasil uji MRA yaitu interaksi antara variabel kepemilikan institusional dan *internal financing* terhadap *leverage* adalah tidak berpengaruh signifikan dengan koefisien sebesar $0,147349$ dan probabilitas sebesar $0,6473$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa IF tidak mampu menjadi moderator pengaruh kepemilikan institusional terhadap *leverage*. Dengan demikian, hal tersebut mengindikasikan bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang cenderung tetap, baik pada perusahaan dengan *internal financing* tinggi maupun rendah. Keberadaan variabel moderasi belum mampu memperkuat maupun memperlemah hubungan antara kepemilikan institusional terhadap *leverage* yang berarti *internal financing* tidak memberikan perubahan yang signifikan terhadap efektivitas pengawasan investor institusi dalam memengaruhi keputusan pendanaan perusahaan. Pernyataan tersebut didukung oleh Anggraini & Suranta (2023); Javaid et al. (2021); Lestari et al. (2024) yang mengungkapkan bahwa *internal financing* tidak mampu memoderasi pengaruh *institutional ownership* terhadap *leverage*.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan dalam meneliti dan menganalisis pengaruh dari mekanisme *corporate governance* terhadap *leverage* yang diproseskan melalui DAR, dengan

mempertimbangkan *internal financing* sebagai variabel moderasi. Sampel penelitian diperoleh dari 84 perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024. Metode pengolahan data menggunakan uji regresi data panel dan uji *Moderated Regression Analysis* (MRA) dengan alat bantu statistik berupa Eviews 13. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *corporate governance* secara keseluruhan mampu berpengaruh signifikan terhadap variabel *leverage* secara simultan. Selanjutnya, setelah variabel IF dimasukkan dalam model MRA, variabel AC, MO, dan IO menjadi berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*. Kemudian, variabel IF mampu memoderasi dan memperlemah pengaruh antara AC terhadap *leverage* dan variabel IF juga mampu memoderasi dan memperkuat pengaruh antara BOD terhadap *leverage* dalam variabel interaksi.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki keterbatasan pada pemilihan variabel independen yang seluruhnya berasal dari aspek *corporate governance*, sehingga variasi karakteristik variabel penelitian menjadi relatif terbatas. Kondisi tersebut menyebabkan kemampuan model dalam menjelaskan faktor-faktor yang memengaruhi *leverage* belum sepenuhnya optimal karena belum mempertimbangkan variabel lain di luar mekanisme *corporate governance*, seperti profitabilitas, likuiditas, maupun struktur aset.

Saran

Perusahaan disarankan untuk lebih meningkatkan kualitas implementasinya terkait *corporate governance* dan tidak hanya memenuhi aspek mekanisme sebagai sebuah formalitas belaka. Selain itu, disarankan untuk dapat mempertimbangkan faktor keuangan lainnya, seperti profitabilitas, likuiditas, atau struktur aset dalam menentukan kebijakan *leverage*, mengingat hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *corporate governance* belum menjadi faktor utama yang dapat memengaruhi keputusan pendanaan, khususnya utang.

Peneliti selanjutnya disarankan dapat menyertakan indikator lainnya yang memiliki potensi kuat dalam memengaruhi *leverage* sehingga model penelitian dapat menjelaskan variasi *leverage* secara lebih komprehensif. Selanjutnya, disarankan untuk memperluas cakupan penelitian, seperti periode pengamatan dan sampel ke berbagai sektor industri agar hasil temuan dapat digeneralisasi dengan lebih baik.

REFERENSI

- Akwaa-sekyi, E. K., Nuako, N., & Atisu, L. K. K. (2024). Corporate Governance Determinants of Capital Structure: Evidence From Manufacturing Firms on the Ghana Stock Exchange. *Corporate Ownership & Control*, 21(3), 8–19. <https://doi.org/10.22495/cocv21i3art1>
- Anggono, J., & Viriany, V. (2025). Internal Funding and Other Factors Affecting. *International Journal of Application on Economics and Business (IJAEB)*, 3(1), 429–443.
- Anggraini, A., & Suranta, E. (2023). The Effect of Accrual Earnings Management, Real Earnings Management, and Institutional Ownership on Leverage. *Ilomata International Journal of Management*, 4(4), 617–631. <https://doi.org/10.52728/ijm.v4i4.957>
- Ardiningrum, B. N., & Putri, E. (2021). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Profitabilitas dan Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun Pe. <http://eprints.ums.ac.id/id/eprint/96757>
- Bensaadi, I., Adnan, A., & Albra, W. (2023). Profitability and Leverage: Different Effects

- of Negative Profits? *Journal of Accounting Research, Organization and Economics*, 6(2), 152–161. <https://doi.org/10.24815/jaroe.v6i2.31825>
- Chowdhury, S. P., Ahmed, R., Debnath, N. C., Ali, N., & Bhowmik, R. (2024). Corporate Governance and Capital Structure Decisions : Moderating Role of inside Ownership. *Risks MDPI*, 12(144), 1–22. <https://doi.org/10.3390/risks12090144>
- Faisal, A., Heniwati, E., Yantiana, N., Noviyarty, H., & Rusmita, S. (2024). The Effect of Leverage And Profitability on Earnings Management With Managerial Ownership As A Moderating Variable in Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange In 2020-2023. *International Journal of Scientific Research and Management (IJSRM)*, 12(11), 7973–7986. <https://doi.org/10.18535/ijstrm/v12i11.em15>
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*.
- Huynh, Q. L., Hoque, M. E., Susanto, P., Watto, W. A., & Ashraf, M. (2022). Does Financial Leverage Mediates Corporate Governance and Firm Performance ? *Sustainability MDPI*, 14(20), 13545. <https://doi.org/10.3390/su142013545>
- Javaid, A., Nazir, M. S., & Fatima, K. (2021). Impact of Corporate Governance on Capital Structure: Mediating Role of Cost of Capital. *Journal of Economic and Administrative Sciences*. <https://doi.org/10.1108/JEAS-09-2020-0157>
- Kayati, K., Astuti, A. D., & Yulianto, A. (2019). Peran Mekanisme Corporate Governance dalam Penentuan Leverage Perusahaan Pertambangan di Indonesia. *Jurnal Kajian Akuntansi*, 3(2), 150–159.
- Kijkasiwat, P., Hussain, A., & Mumtaz, A. (2022). Corporate Governance, Firm Performance and Financial Leverage across Developed and Emerging Economics. *Risks*, 10(185), 1–20. <https://doi.org/10.3390/risks10100185>
- Lestari, A., Murhadi, W. R., & Ernawati, E. (2024). Corporate Governance Mechanism and Capital Structure Decision: Evidence from Indonesia. *Journal of Entrepreneurship and Business*, 5(1), 79–89. <https://doi.org/10.24123/jeb.v5i1.6152>
- Li, Y. (2024). Corporate Governanace, Leverage, and Firm Performance in South Korea. *Journal of Economics, Finance and Accounting Studies*, 9(2), 73–80. <https://doi.org/10.32996/jefas.2024.6.5.8>
- Mande, V., Park, Y. K., & Son, M. (2012). Equity or Debt Financing: Does Good Corporate Governance Matter? *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 195–211. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00897.x>
- Mwaungulu, E., Li-Kuehne, M., & Subedi, M. (2023). *Corporate Governance, Internal Control and Leverage: Are We There Yet? December 2023*, 35. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4664991>
- Patricia, S. P., & Dewi, S. P. (2025). The Effect of Profitability, Liquidity, Company Size, and Sales Growth on Capital Structure in Consumer Non-Cyclicals Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange 2021-2023 Period. *International Journal of Application on Economics and Business*, 3(3), 1189–1195. <https://doi.org/10.24912/ijaeb.v3i3.1189-1195>
- Rangkuti, M. I. (2025). Analisis Kegagalan Manajemen Risiko: Studi Kasus pada PT. Sri Rejeki Isman Tbk. (Sritex). *GEMILANG: Jurnal Manajemen Dan Akuntansi*, 5(3), 626–639. <https://doi.org/10.56910/gemilang.v5i3.2454>
- Susanti, L., Tania, L., Komala, H. W., & Meiden, C. (2022). Pengaruh Leverage dan Ukuran Perusahaan terhadap Manajemen Laba pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Ekobistek*, 11(3), 181–187. <https://doi.org/10.35134/ekobistek.v11i3.335>
- Wang, C., Phua, L. K., & Lok, C. (2023). The Moderating Effect of Labor Market Development on the Relationship between Ownership Structure and Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies. *International Journal of Academic Research in Accounting Finance and Management Sciences*, 13(1), 136–152. <https://doi.org/10.6007/IJARAFMS/v13-i1/16194>

- Yolanda, Y., & Utama, C. A. (2021). Family Ownership Structure, Independent Directors, and Independent Commissioners: Effects on Leverage. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 12(1), 41–55. <https://doi.org/10.18196/mabis.v12i1.9525>
- Younas, A. (2022). The Impact of Audit Committee Structure on Capital Structure: A Case of Omani Listed Companies. *International Journal of Business and Applied Social Science*, 8(7), 1–9. <https://doi.org/10.33642/ijbass.v8n7p1>
- Yulianto, A. (2017). Peran Karakteristik Perusahaan dan Corporate Governance dalam Keputusan Pendanaan Perusahaan Pertambangan. *Jurnal Kajian Akuntansi*, 1(1), 11–22.
- Zhou, M., Li, K., & Chen, Z. (2021). Corporate Governance Quality and Financial Leverage: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 73(2021), 101652. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101652>