

Volume 28 Nomor 2, Juli 2023

JURNAL AKUNTANSI DAN KEUANGAN (JAK)

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung, Indonesia

FAKTOR-FAKTOR INSTITUSIONAL YANG BERPENGARUH PADA NILAI PERUSAHAAN DAN KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN-PERUSAHAAN STARTUP DI NEGARA-NEGARA ASEANRetno Yuni Nur Susilowati^{1a}, Liza Alvia^{2b}, Neny Desriani^{3c}^{1,2,3} Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Lampungretnoyunins@gmail.com^a, lizaalvia.alvi@gmail.com^b, nenydesriani@gmail.com^c**INFO ARTIKEL**

Dikumpulkan: 01 Juli 2023;

Diterima: 10 Juli 2023;

Terbit: 30 Juli 2023



Volume 28. Number 2,

Juli 2023, pp. 193-205

<http://doi.org/10.23960/jak.v28i2.1950>**Corresponding author:**

Retno Yuni Nur Susilowati,

Fakultas Ekonomi dan Bisnis,

Universitas Lampung, Indonesia

e-mail: retnoyunins@gmail.com**ABSTRACT**

This research is motivated by the phenomenon of many start-up companies developing in ASEAN countries. This research aims to examine what factors can guarantee the success of startup companies, as assessed by financial performance and firm value. This research includes the variables of investor protection and capital market development as factors that influence the financial performance and firm value of startup companies in ASEAN countries. The data used is startup companies in ASEAN, namely Singapore, Indonesia, and Malaysia. The research data is in the form of financial reports of these companies for the last 5 years (2017-2021). The dependent variables in this research are financial performance (measured by return on invested capital and return on equity) and firm value as measured by Tobin's Q. The results of hypothesis testing show that statistically H1a is supported, meaning that investor protection in a country has a positive effect on the financial performance of startup companies, whether measured by ROIC or ROE. Next, statistically H1b is supported, meaning that investor protection at the country level has a positive effect on the value of startup companies, as measured by Tobin's Q. Hypothesis testing also shows that statistically H2a is not supported, meaning that the development of a country's capital market has no effect on the company's financial performance. startups. Finally, the test shows that statistically H2b is not supported because capital market developments affect firm value in the opposite direction.

Keywords: startup, investor protection, capital market development, financial performance, firm value, ASEAN

ABSTRAK

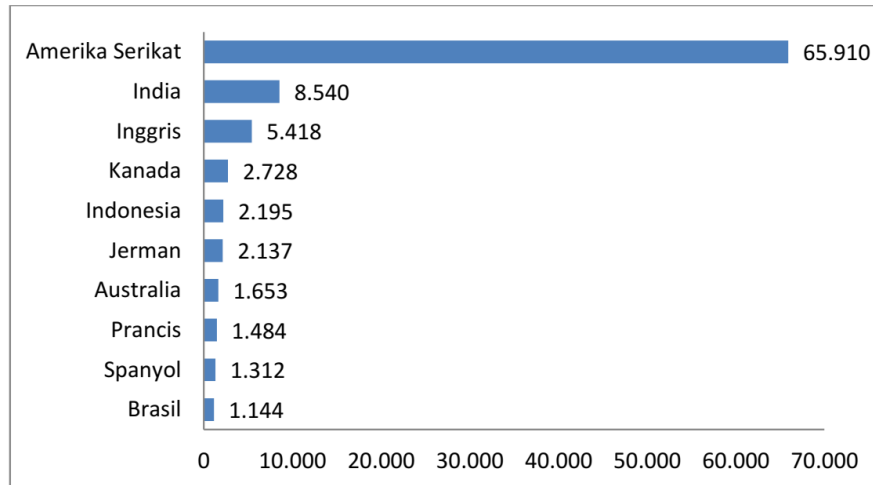
Penelitian ini dilatarbelakangi oleh fenomena banyaknya perusahaan startup atau startup yang berkembang di negara-negara ASEAN. Penelitian ini bertujuan menguji faktor-faktor apa saja yang dapat menjamin keberhasilan perusahaan-perusahaan startup, yang dinilai dari kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Penelitian ini memasukkan variabel perlindungan investor dan perkembangan pasar modal sebagai faktor yang berpengaruh pada kinerja keuangan dan nilai perusahaan dari perusahaan startup di negara-negara ASEAN. Data yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan startup yang berada di ASEAN, yaitu Singapura, Indonesia, dan Malaysia. Data penelitian berupa laporan keuangan perusahaan-perusahaan tersebut selama 5 tahun terakhir (2017-2021). Variabel dependen pada penelitian ini adalah kinerja keuangan (diukur dengan return on invested capital dan return on equity) dan nilai perusahaan yang diukur Tobin's Q. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa secara statistik H1a terdukung, artinya perlindungan investor suatu negara berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan startup, baik diukur dengan ROIC maupun ROE. Berikutnya, secara statistik H1b terdukung, artinya perlindungan investor pada tingkat negara memiliki efek positif pada nilai perusahaan startup, yang diukur dengan Tobin's Q. Pengujian hipotesis juga menunjukkan bahwa secara statistik H2a tidak terdukung, artinya perkembangan pasar modal suatu negara tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan startup. Terakhir, pengujian menunjukkan bahwa secara statistik H2b tidak terdukung karena perkembangan pasar modal mempengaruhi nilai perusahaan dengan arah yang berlawanan.

Kata Kunci: startup, perlindungan investor, perkembangan pasar modal, kinerja keuangan, nilai perusahaan, ASEAN

A. PENDAHULUAN

Di era digital seperti saat ini, pemanfaatan teknologi sangat dibutuhkan dan menguntungkan. Model bisnis yang sangat penting bagi kegiatan ekonomi saat ini adalah model bisnis adaptif artinya menyesuaikan kebutuhan pasar. Produk yang dihasilkan model bisnis ini umumnya untuk mengisi pasar dan juga menjawab kebutuhan masyarakat yang belum ada sebelumnya atau bentuk inovasi dari usaha yang telah ada sebelumnya. Perusahaan baru berbasis

teknologi ini disebut sebagai startup digital.¹ Perkembangan teknologi digital menjadi alasan besar kenapa bisnis startup memiliki pertumbuhan sangat pesat di dunia. Ini dapat dilihat dari jumlah startup yang terbilang tidak sedikit dari berbagai negara. Dapat dilihat grafik negara dengan jumlah startup terbanyak di dunia di bawah ini.



Gambar 1. Negara dengan Jumlah Startup Terbanyak di Dunia
(Sumber: Startup ranking 2020)

Amerika Serikat merupakan negara dengan jumlah bisnis startup paling banyak di dunia. Dengan kemajuan teknologi yang ada serta pengetahuan dan ide bisnis yang dimiliki oleh masyarakat, bisnis startup di Amerika Serikat menjadi salah satu pilihan bisnis yang menguntungkan. Startup yang terkenal di negara ini di antaranya adalah Coursera, Teespring, Giphy hingga Tinder. Posisi berikutnya adalah India di urutan kedua jumlah bisnis startup paling banyak di dunia. Hal ini tidak mengherankan karena India memiliki sumber daya manusia yang baik di bidang teknologi. Hal ini yang mengantarkan India berada pada posisi dua, yang kemudian diikuti oleh Inggris, Kanada, dan Indonesia.

Startup Ranking (2020) menyatakan bahwa Indonesia menduduki peringkat kelima di dunia untuk negara dengan pertumbuhan bisnis startup yakni dengan 2.219 startup hingga tahun 2021 (Tabel 1). Posisi ini diduduki setelah Amerika Serikat, India, Inggris, dan Kanada. Gambar 1 berikut ini menyajikan data pertumbuhan Startup di Indonesia dari 2017-2021.

Dengan perkembangan bisnis startup yang pesat membuktikan bahwa bisnis ini semakin jadi bisnis yang primadona di kalangan pengusaha, dan dianggap penting serta menguntungkan baik bagi pemilik usaha dan masyarakat di tengah era digital yang serba mengandalkan kehandalan teknologi yang dimiliki. Antaranews.com menyebutkan ekonomi digital di Asia Tenggara berkembang sangat pesat. Pada tahun 2021, nilai transaksi *online* atau (*Gross Merchandise Value*—disingkat GMV) melampaui angka US\$ 170 miliar atau setara dengan Rp2.410 triliun, yang mencakup perdagangan *online* sampai pengantaran makanan. Indonesia yang memiliki penduduk sekitar 273 juta orang menjadi penyumbang atau kontributor terbesar yang mencapai 40 persen dari GMV kawasan atau sekitar US\$ 70 miliar dolar. GMV berikutnya disumbang oleh Thailand sebesar US\$ 30 miliar, kemudian Malaysia dan Vietnam masing-masing US\$ 21 miliar. Adapun Singapura memiliki GMV US\$ 15 miliar. GMV pemain utama regional, misalnya Sea Ltd, Bukalapak dan Grab Holdings diperkirakan naik dua kali lipat menjadi US\$ 360 miliar atau setara dengan Rp5.135 triliun pada 2025, dan kembali meroket lagi pada tahun 2030 menyentuh US\$ 1 triliun atau setara Rp14.263 triliun yang hampir setara dengan produk domestik bruto Indonesia pada 2020. Tak heran jika Asia Tenggara berubah menjadi salah satu pasar digital dengan pertumbuhan paling cepat di dunia (<https://m.antarnews.com/amp/berita/991846/semester-i-2019-bukalapak-raup-transaksi-penjualan-rp712-triliun>). Hal ini menjadi alasan mengapa penelitian startup di kawasan Asia Tenggara, khususnya ASEAN menjadi sangat penting.

Untuk terus bertahan dan berkembang, suatu perusahaan harus memiliki strategi untuk jangka panjang. Jika ingin terus bertahan dan berkembang suatu perusahaan memerlukan strategi dan keputusan yang tepat agar sesuai dengan tujuan perusahaan. Selain itu untuk dapat terus bertahan dan berkembang perusahaan juga memerlukan sumber pendanaan yang baik, begitu juga yang dibutuhkan oleh perusahaan digital startup. Menurut CB Insight (2021) faktor terbesar kegagalan bisnis digital startup adalah kekurangan dana, yang menyumbang sebesar 38% faktor tertinggi pertama dari 11 kegagalan lainnya. (<https://www.cbinsights.com/research/startup-failure-reasons-top/>).

¹ Startup digital adalah perusahaan baru dan berbasis teknologi baru yang berfokus pada inovasi dan pertumbuhan (Talaia, Pisoni, dan Onetti 2016)

Menurut Techinasia (2021) sekitar 90 persen startup gagal dalam mempertahankan usahanya dan hanya sekitar 1 persen yang berkembang jadi unicorn. (<https://id.techinasia.com/alasan-startup-gagal>) Faktor kedua yang menyebabkan startup gagal dan terpaksa tutup adalah kehabisan dana atau kurangnya suntikan dana atau modal yang dibutuhkan perusahaan guna mengembangkan usaha dan menutup semua kebutuhan operasional perusahaan.

Penelitian ini berangkat dari permasalahan utama gagalnya perusahaan digital startup. Penelitian ini berfokus pada bagaimana kinerja keuangan dan nilai perusahaan startup yang sudah *go publik* di tiga negara yang memiliki jumlah perusahaan startup terbesar di kawasan ASEAN, yaitu Indonesia, Malaysia, dan Singapura. Faktor yang diduga berpengaruh terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan adalah perlindungan investor (Gul 2013; Houqe et al. 2012; Persakis dan Iatridis 2016; Beekes et al. 2016; Li et al. 2018; Kouki 2018; dan Bona-Sánchez, Garc'ia-Meca, dan Pérez-Alemán 2018). Hal ini didukung oleh Leuz, Nanda, dan Wysocki (2003) yang memberikan bukti bahwa tingkat perlindungan investor berdampak pada praktik pelaporan perusahaan. Perusahaan startup yang berasal dari negara dengan perlindungan investor yang tinggi akan memiliki kinerja keuangan dan nilai perusahaan yang tinggi. Hal ini disebabkan karena negara-negara tersebut akan menghendaki infrastruktur keuangan, termasuk laporan keuangan, yang transparan bagi investor. Iklim investasi yang baik akan mendorong peningkatan kinerja perusahaan semakin.

Faktor lain yang diduga berpengaruh pada kinerja keuangan dan nilai perusahaan adalah perkembangan pasar modal (Fearnley dan Gray 2015). Pasar modal merupakan sarana pendanaan usaha atau sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal atau investor. Pasar modal juga sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrumen keuangan seperti saham, obligasi, reksa dana, dan instrumen pasar modal lainnya. Dengan adanya pasar modal diharapkan aktivitas perekonomian menjadi meningkat karena pasar modal merupakan alternatif pendanaan bagi perusahaan sehingga perusahaan dapat beroperasi dengan skala yang lebih luas dan pada akhirnya akan meningkatkan pendapatan perusahaan dan kemakmuran masyarakat luas.

Tujuan penelitian ini adalah mengisi kesenjangan literatur dalam hal kinerja keuangan dan nilai perusahaan startup, khususnya di kawasan ASEAN. Secara khusus penelitian ini bertujuan menguji pengaruh perlindungan investor dan perkembangan pasar modal pada kinerja keuangan dan nilai perusahaan startup di kawasan ASEAN. Besarnya jumlah perusahaan startup di wilayah ASEAN yang berpeluang menjadi unicorn bahkan decacorn dan hectocorn memunculkan pertanyaan faktor-faktor apa yang penting untuk dimasukkan ke dalam model untuk memprediksi kesuksesan perusahaan startup.

Penelitian ini akan berkontribusi pada pemangku kepentingan, yang salah satunya adalah Otoritas Jasa Keuangan (OJK) yang memiliki kewenangan dalam hal rekomendasi dan peraturan yang akan memperbaiki iklim investasi dan keberhasilan perusahaan startup. Perlindungan investor dan perkembangan pasar modal memerlukan penguatan dan dukungan berupa rekomendasi dan regulasi dari pemerintah melalui otoritas yang berwenang.

B. PENGEMBANGAN HIPOTESIS DAN LANDASAN TEORITIS

Perusahaan Startup

Menurut [Investopedia](#), *startup* adalah perusahaan baru yang didirikan oleh satu atau banyak orang untuk mengembangkan sebuah produk atau layanan jasa yang unik sesuai dengan pasar yang ditargetkan. Start-up sering juga disebut perusahaan startup, sebuah perusahaan yang berjalan di bawah lima tahun alias perusahaan yang baru saja dirintis. Saat ini, definisi arti start-up adalah sebuah usaha yang baru berjalan dan menerapkan inovasi teknologi untuk menjalankan core business-nya dan memecahkan sebuah masalah di masyarakat. Perusahaan baru berbasis teknologi ini disebut sebagai perusahaan digital startup.² *Startup* cenderung menggunakan sistem *online* untuk memasarkan ataupun mengenalkan produk atau layanan jasanya. Perusahaan ini juga cenderung mengalami potensi pertumbuhan yang sangat tinggi.

Dibandingkan dengan perusahaan tradisional, perusahaan ini cenderung mendapatkan dana yang lebih mudah. Biasanya perusahaan ini identik dengan investor ataupun *venture capital* sebagai andalan untuk mendapatkan [dana](#) yang besar. *Venture capital* merupakan modal dalam bentuk uang yang diberikan kepada *startup* yang sangat potensial dan sedang berkembang. Itulah mengapa *startup* memberikan pengaruh yang besar terhadap kegiatan ekonomi (Talaia et al., 2016).

Kinerja Keuangan Perusahaan

Kinerja keuangan merupakan gambaran kondisi keuangan perusahaan pada suatu periode tertentu menyangkut aspek penghimpunan dana maupun penyaluran dana, yang biasanya diukur dengan indikator kecukupan modal, likuiditas, dan profitabilitas (Subramanyam, 2014). Kinerja perusahaan perlu diukur dan dinilai. Penilaian kinerja keuangan juga berfungsi untuk memperlihatkan kepada investor atau masyarakat secara umum bahwa perusahaan

² Digital Startup merupakan sekumpulan individu yang membentuk organisasi sebagai perusahaan startup yang menghasilkan produk dalam bidang teknologi (Brikman, 2015).

mempunyai kredibilitas yang baik. Pengukuran kinerja keuangan adalah kemampuan dari suatu perusahaan dalam menggunakan modal yang dimiliki secara efektif dan efisien (Piotroski, 2000).

Nilai Perusahaan

Perusahaan adalah badan hukum yang terdiri dari satu atau lebih individu dan terpisah dari pemiliknya (Perafán Peña & Franco, 2017). Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan bagi pemegang saham atau pemiliknya (Ross et al., 2008. p. 9). Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan (Hermuningsih, 2013). Bagi perusahaan yang sudah *go public*, nilai perusahaan dapat tercermin melalui harga saham perusahaan tersebut, sedangkan bagi perusahaan yang belum *go public*, nilainya tercermin melalui nilai aset perusahaan yang dapat direalisasikan pada saat perusahaan akan berdiri. dijual (Margaretha, 2005. p.1). Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini tetapi juga pada prospek masa depan perusahaan (Wong et al., 2021).

Perlindungan Investor

Perlindungan investor dilakukan antara lain melalui prinsip "*full disclosure*" sebagai upaya preventif dan sanksi yang berat melalui sanksi administratif, pidana dan gugatan perdata, perbuatan melawan hukum dan wan-prestasi. Perlindungan investor yang kuat adalah faktor potensial yang menentukan pengungkapan informasi akuntansi berkualitas tinggi (La Porta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer 1998); Ball, Kothari, dan Robin 2000; La Porta et al. 2000; Leuz, Nanda, dan Wysocki 2003; La Porta, Lopez-De-Silanes, dan Shleifer 2006; Houqe et al. 2012). Leuz, Nanda, dan Wysocki (2003) yang memberikan bukti bahwa tingkat perlindungan investor berdampak pada praktik pelaporan perusahaan.

Perkembangan Pasar Modal

Menurut Bank Dunia, pasar modal adalah kategori umum pasar yang memfasilitasi pembelian dan penjualan surat berharga dengan jangka waktu menengah dan jangka panjang, satu tahun atau lebih. Pasar modal merupakan jaringan lembaga keuangan khusus, serangkaian mekanisme, proses dan infrastruktur yang dalam berbagai cara memfasilitasi penyatuan pemasok dan pengguna modal jangka menengah hingga panjang. Pasar modal menyalurkan tabungan dan investasi antara pemasok modal dan pengguna modal melalui perantara (Kaufmann et al., 2010).

Lebih jauh Bank Dunia menjelaskan bahwa pasar modal menghubungkan sektor moneter dengan sektor real, yaitu sektor ekonomi yang berkaitan dengan produksi barang dan jasa. Mengingat peran ini dalam perekonomian, pasar modal memainkan peran penting dalam pembangunan ekonomi karena memfasilitasi pertumbuhan di sektor riil dengan memberikan produsen barang dan jasa, dan entitas yang ditugaskan untuk pembangunan infrastruktur serta akses ke pembiayaan jangka panjang.

Pengembangan Hipotesis

Hipotesis didefinisikan sebagai hubungan yang diprediksi secara logis antara dua variabel atau lebih, disajikan dalam bentuk pernyataan yang dapat diuji (Sekaran, 2017).

Perlindungan Investor, Kinerja Keuangan, dan Nilai Perusahaan

Penelitian-penelitian yang telah dilakukan menunjukkan bahwa perlindungan investor, penegakan hukum, dan karakteristik pasar modal membentuk insentif pelaporan perusahaan dan menjelaskan perbedaan dalam praktik pelaporan (Burgstahler, Hail, dan Leuz 2006; DeFond, Hung, dan Trezevant 2007). La Porta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer (1998) berpendapat bahwa perlindungan investor di suatu negara penting untuk perkembangan pasar keuangan. Leuz, Nanda, dan Wysocki (2003) memberikan bukti bahwa tingkat perlindungan investor berdampak pada praktik pelaporan perusahaan. Perlindungan investor yang kuat adalah faktor potensial yang menentukan pengungkapan informasi akuntansi berkualitas tinggi (La Porta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer 1998; Ball, Kothari, dan Robin 2000; La Porta et al. 2000; Leuz, Nanda, dan Wysocki 2003; La Porta, Lopez-De-Silanes, dan Shleifer 2006; Houqe et al. 2012).

Literatur juga menunjukkan bahwa di negara-negara dengan perlindungan investor yang kuat, perusahaan mempunyai transparansi keuangan yang lebih besar (Bhattacharya, Daouk, dan Walker 2003; Bushman, Piotroski, dan Smith 2004) dan manajemen laba yang lebih sedikit. Sistem hukum di suatu negara mendorong pilihan akuntansi, sehingga negara-negara yang memiliki sistem peradilan yang kuat dan yang lebih keras membela hak-hak investor lebih mungkin mendorong perusahaan yang berdomisili di negara tersebut untuk mengadopsi metoda pengukuran yang terkini dan lebih transparan (Fearnley dan Gray 2015). Oleh karena itu penelitian ini berargumen bahwa perusahaan-perusahaan yang berdomisili di negara dengan perlindungan investor kuat cenderung memiliki kinerja keuangan dan nilai perusahaan yang tinggi. Penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H1a. Tingkat perlindungan investor berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan startup.

H1b. Tingkat perlindungan investor berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan startup.

Perkembangan Pasar Modal, Kinerja Keuangan, dan Nilai Perusahaan

Nobes (1998; 2008) mengusulkan model kelas akuntansi, di mana kekuatan pasar ekuitas memainkan peran penting dalam menentukan sistem akuntansi dalam suatu negara. Dalam kerangka teoritis yang diusulkan oleh Nobes (1998), ia berpendapat bahwa sistem pembiayaan adalah pendorong mendasar di balik pengembangan sistem akuntansi yang berbeda. Hal ini sesuai dengan penelitian oleh Adhikari dan Tondkar (1992), yang menemukan bukti bahwa ukuran pasar ekuitas suatu negara dikaitkan dengan persyaratan pengungkapan bursa sahamnya.

Literatur tersebut konsisten dengan Pratt dan Behr (1987) yang memberikan bukti empiris bahwa faktor pasar modal dapat digunakan untuk menjelaskan perbedaan sistem akuntansi. Negara-negara dengan pasar ekuitas yang lebih maju secara alami akan memiliki tingkat partisipasi yang lebih tinggi di pasar. Hal ini menyebabkan tingginya permintaan akan informasi terkini tentang penilaian perusahaan. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan yang berdomisili di negara-negara dengan perkembangan pasar modal yang baik akan memiliki kinerja keuangan dan nilai perusahaan yang tinggi.

Oleh karena itu penelitian ini berargumen bahwa perusahaan-perusahaan yang berdomisili di negara dengan perlindungan investor kuat cenderung memiliki kinerja keuangan dan nilai perusahaan yang tinggi. Penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H2a. Tingkat perkembangan pasar modal berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan startup.

H2b. Tingkat perkembangan pasar modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan startup.

C. METODE PENELITIAN

Metode Pengumpulan Data

Pengumpulan data sekunder dilakukan melalui teknik pengumpulan data dokumentasi, khususnya melalui pengumpulan, penyimpanan, dan penelaahan data sekunder berupa laporan keuangan tahunan perusahaan.

Jenis dan Sumber Data

Sumber data pada penelitian ini menggunakan sumber data sekunder. Data yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan startup yang berada pada level unicorn di ASEAN, yaitu Singapura, Indonesia, dan Malaysia. Data penelitian berupa laporan keuangan perusahaan-perusahaan tersebut selama lima tahun terakhir. Data perlindungan investor diperoleh dari data *World Economic Forum*, sedangkan data untuk menentukan perkembangan pasar modal diperoleh dari data Bank Dunia.

Data penelitian ini adalah perusahaan digital startup yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) pada tahun 2017-2021. Penelitian ini menggunakan teknik penyampelan bertujuan (*purposive sampling*). *Purposive sampling* adalah teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2016). Alasan menggunakan teknik *purposive sampling* ini karena sesuai untuk digunakan untuk penelitian kuantitatif yang tidak melakukan generalisasi (Sugiyono, 2016).

Definisi Operasional Variabel

Atribut, karakteristik, atau nilai suatu objek atau kegiatan yang memiliki variasi tertentu yang telah ditentukan oleh peneliti untuk diteliti dan kemudian ditarik kesimpulannya merupakan definisi operasional dari suatu variabel penelitian (Sugiyono, 2016).

Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan diukur dengan menggunakan kinerja keuangan, yang diukur dengan *return on invested capital* (ROIC) dan *return on equity* (ROE). Baik ROIC maupun ROE mengukur profitabilitas perusahaan. *Return on invested capital* (ROIC) adalah rasio profitabilitas dari uang yang diinvestasikan ke perusahaan. ROIC mengukur kemampuan perusahaan memanfaatkan modal mereka untuk menghasilkan laba dan pengembalian bagi pemasok modal. ROIC penting karena digunakan untuk menilai posisi kompetitif bisnis; merupakan ukuran profitabilitas industri; dan merupakan salah satu cara untuk meningkatkan nilai pemegang saham.

Return on equity (ROE) adalah rasio probabilitas untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba dari investasi yang dilakukan pemegang saham pada perusahaan tersebut. Bagi investor, ROE adalah jenis return paling menarik untuk diketahui karena perhitungan ROE adalah yang paling bersih karena sudah dipotong berbagai pengeluaran. Apabila perhitungan ROE-nya makin besar, maka reputasi perusahaan pun meningkat di mata pelaku pasar modal. Sebab, usaha tersebut terbukti mampu memanfaatkan bantuan modal dengan sebaik-baiknya.

Untuk menghitung ROIC digunakan formula sebagai berikut:

$$ROIC_{i,t} = \frac{\text{Laba Bersih}_{i,t}}{\text{Modal yang diinvestasikan}_{i,t}} \quad (1)$$

Adapun untuk menghitung ROE digunakan formula sebagai berikut:

$$ROE_{i,t} = \frac{\text{laba bersih sesudah pajak}_{i,t}}{\text{Ekuitas pemilik}_{i,t}} \times 100\% \quad (2)$$

Nilai Perusahaan

Variabel terikat kedua dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q. Tobi's q menunjukkan kinerja perusahaan dalam mengelola asset perusahaan (Kurnia, 2017) yang dirumuskan sebagai berikut (James Tobin dalam Sutedja, 2021):

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \frac{\text{Nilai Pasar Saham Biasa}_{it} + \text{Nilai Buku Hutang}_{it}}{\text{Total Aset}_{it}} \quad (3)$$

Perlindungan Investor

Perlindungan investor yang diukur dengan skor perlindungan investor yang dilaporkan dalam *the Global Competitiveness Report* yang disediakan oleh *World Economic Forum*.

Perkembangan Pasar Modal

Perkembangan pasar modal diukur dengan total kapitalisasi pasar (*market capitalization*) semua perusahaan yang terdaftar di negara di mana perusahaan tertentu memiliki kantor pusat dibagi dengan produk domestik bruto (*gross domestic product—GDP*) negara tersebut (Fearnley dan Gray 2015).

Variabel Kontrol

Penelitian ini mengontrol ukuran perusahaan, yang diukur dengan logaritma natural dari total aset. Selanjutnya, penelitian ini juga mengontrol peluang pertumbuhan perusahaan, yang diukur dengan selisih penjualan tahun ini dikurangi penjualan tahun sebelumnya. Studi ini juga mengontrol *leverage* perusahaan, yang diukur sebagai hutang jangka panjang yang dibagi dengan total aset.

Teknik Analisis Data

1) Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif merupakan analisis bersifat deskriptif artinya digunakan untuk mendeskripsikan mengenai karakteristik data, sehingga lebih mudah dipahami dan terbentuk informasi yang lebih ringkas serta menggambarkan kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Analisis deskriptif ini menghitung nilai rata-rata (*mean*), deviasi standar, nilai maksimum, nilai minimum, dan *range* data (Ghozali, 2016).

2) Uji Asumsi Klasik

Uji regresi berganda dapat dilakukan apabila terpenuhi uji asumsi klasik. Tujuan dalam pengujian asumsi klasik adalah untuk memberikan kepastian bahwa persamaan regresi yang didapatkan memiliki ketepatan dalam estimasi, tidak bias dan konsisten. Pengujian asumsi klasik meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi.

1. Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal atau tidak. Penelitian ini menggunakan Kolmogorov-Smirnov test dengan asumsi sebagai berikut (Nisak & Budiono, 2020):

- a) Berdistribusi normal jika Asympatic Sig. (2-tailed) > tingkat signifikansi (0,05).
- b) Tidak berdistribusi normal jika Asympatic Sig. (2-tailed) < tingkat signifikansi (0,05).

2. Uji Multikolinearitas

Pengujian multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan linear yang sempurna dalam variabel-variabel independen. Dampak dari adanya multikolinearitas yaitu koefisien regresinya tidak tertentu atau kesalahan standarnya tidak terhingga. Multikolinearitas dapat dilihat dengan melakukan pengamatan terhadap VIF (Variance Inflation Factor) dan tolerance. Jika nilai VIF < 10 dan nilai tolerance di atas 0,10, maka tidak terdapat gejala multikolinearitas dan begitupula sebaliknya (Sugiyono, 2016).

3. Uji Heteroskedastisitas

Uji ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah tidak terjadi Heteroskedastisitas (Ghozali, 2013). Untuk melihat apakah terdapat heteroskedastisitas atau tidak dilakukan dengan menggunakan uji Breusch-Pagan, dengan ketentuan sebagai berikut.

- a) Tidak ada heteroskedastisitas jika Asympatic Sig. (2-tailed) > tingkat signifikansi (0,05).
- b) Ada heteroskedastisitas jika Asympatic Sig. (2-tailed) < tingkat signifikansi (0,05).

4. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi memberikan tujuan untuk melihat apakah di dalam suatu model regresi linear korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (Ghozali, 2016). Model regresi dikatakan baik jika bebas dari autokorelasi. Untuk mengetahui terdapat tidaknya autokorelasi dilihat dengan menggunakan nilai Durbin Watson (Sugiyono, 2016). Jika nilai Durbin Watson kurang dari lima, maka model regresi dikatakan bebas dari autokorelasi.

3) Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan analisis regresi berganda (*multiple regression analysis*). Tujuannya adalah untuk melihat pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Model empiris yang digunakan untuk menguji hipotesis diuraikan sebagai berikut.

Model Empiris

Penelitian ini menguji hipotesis H1a dan H1b, yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh tingkat perlindungan investor pada kinerja keuangan (H1a) dan nilai perusahaan startup (H1b). Model empiris untuk menguji hipotesis adalah:

$$FP_{it} = \alpha_0 + \beta_1 INV_{it} + \beta_2 MARKET_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 LEVERAGE_{it} + \varepsilon_t \quad (3)$$

dalam hal ini, FP atau *firm performance* adalah kinerja keuangan dari perusahaan startup; INV adalah perlindungan investor; dan $MARKET$ adalah perkembangan pasar modal. Penelitian ini mengontrol $SIZE$ atau ukuran perusahaan; $GROWTH$ atau pertumbuhan penjualan; dan $LEVERAGE$ yang menunjukkan rasio hutang jangka panjang dibandingkan total aset.

Penelitian ini juga menguji hipotesis H2a dan H2b, yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh tingkat perkembangan pasar modal pada kinerja keuangan (H2a) dan nilai perusahaan startup (H2b). Model empiris untuk menguji hipotesis adalah:

$$FV_{it} = \alpha_0 + \beta_1 INV_{it} + \beta_2 MARKET_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 LEVERAGE_{it} + \varepsilon_t \quad (4)$$

dalam hal ini, FV atau *firm value* adalah nilai perusahaan startup yang diukur dengan Tobin's Q; INV adalah perlindungan investor; dan $MARKET$ adalah perkembangan pasar modal. Penelitian ini mengontrol $SIZE$ atau ukuran perusahaan; $GROWTH$ atau pertumbuhan penjualan; dan $LEVERAGE$ yang menunjukkan rasio hutang jangka panjang dibandingkan total aset.

Kriteria Penerimaan atau Penolakan Hipotesis Nol

Pengambilan keputusan dilakukan dengan menetapkan tingkat signifikansi atau $\alpha = 5\%$ atau sebesar 0,05. Jika nilai p (p -value) kurang dari atau sama dengan α (0,05), maka dapat diartikan bahwa variabel independen berpengaruh pada variabel dependen, atau dengan kata lain, hipotesis nol tertolak secara statistik. Jika nilai p (p -value) lebih besar dari α (0,05), maka dapat diartikan bahwa variabel independen tidak berpengaruh pada variabel dependen, atau dengan kata lain secara statistik hipotesis nol tidak dapat ditolak.

D. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

1) Data dan Sampel Penelitian

Data dan sampel penelitian disajikan pada Tabel 1 sebagai berikut:

Keterangan	Jumlah
Perusahaan digital <i>startup</i> yang terdaftar di Indonesia, Malaysia, dan Singapura pada tahun 2017-2021	167
Total observasi dalam periode penelitian 2017-2021	835

Sumber: Data olahan, 2022

Perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan digital startup yang terdaftar di Indonesia, Malaysia, dan Singapura yang menerbitkan laporan keuangan pada tahun 2017-2021, dan memenuhi kriteria dari *purposive sampling*. Data diperoleh dari basis data OSIRIS yang diakses melalui perpustakaan FEB UGM. Berdasarkan metode penyampelan tersebut, terdapat 167 perusahaan startup nonkeuangan di ketiga negara. Jumlah keseluruhan observasi adalah 835 observasi.

2) Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan suatu data yang dilihat dari nilai maksimum, nilai minimum, nilai rata-rata (*mean*), dan nilai deviasi standar dari variabel kinerja keuangan (FP —*firm performance*), nilai

perusahaan (FV —*firm value*), perlindungan investor, dan perkembangan pasar modal. Statistik deskriptif disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min.	Maks.
FV	835	0,495	0,727	0,000	6,449
ROIC	835	0,689	0,231	0,069	1,000
ROE	835	0,100	0,165	0,000	1,882
INV	835	73,162	8,536	64,600	84,800
MARKET	835	0,584	0,266	0,287	0,836
SIZE	734	10,806	2,0060	1,856	15,649
LEVERAGE	734	0,107	0,173	0,000	2,831
GROWTH	624	0,623	4,276	-1,000	79,899

Variabel nilai perusahaan pada tahun 2017-2021 memiliki nilai minimum 0,0002, sedangkan nilai maksimum untuk variabel ini adalah 6,4491. Nilai rata-rata (*mean*) pada variabel nilai perusahaan sebesar 0,4956 dengan deviasi standar 0,7275 yang memiliki arti bahwa nilai deviasi standar lebih besar dari nilai rata-rata (*mean*) hal ini menunjukkan bahwa terdapat banyak variasi dalam nilai data yang terjadi, dan mungkin terdapat kesenjangan yang lebih besar antara satu nilai data dan lainnya. Oleh karena itu, nilai rata-rata (*mean*) tidak dapat digunakan sebagai representasi dari keseluruhan data karena data bersifat heterogen (Pluang, 2020).

Variabel *return on invested capital* (ROIC) pada tahun 2017-2021 memiliki nilai minimum 0,0697, sedangkan nilai maksimum untuk variabel tersebut adalah 1. Nilai rata-rata (*mean*) pada variabel tersebut sebesar 0,6898 dengan deviasi standar 86,3994 yang memiliki arti bahwa nilai deviasi standar lebih besar dari nilai rata-rata (*mean*) hal ini menunjukkan bahwa terdapat banyak variasi dalam nilai data yang terjadi, dan mungkin terdapat kesenjangan yang lebih besar antara satu nilai data dan lainnya.

Variabel *return on equity* (ROE) pada tahun 2017-2021 memiliki nilai minimum 0, sedangkan nilai maksimum 1. ROE memiliki rata-rata (*mean*) sebesar 0,1002, sedangkan nilai deviasi standar untuk variabel tersebut adalah 0,1648. Artinya, nilai deviasi standar lebih besar dari nilai rata-rata (*mean*) hal ini menunjukkan bahwa terdapat banyak variasi dalam nilai data yang terjadi, dan mungkin terdapat kesenjangan yang lebih besar antara satu nilai data dan lainnya.

Variabel perlindungan investor memiliki rasio solvabilitas pada tahun 2017-2021 memiliki nilai minimum 0,85356 dan nilai maksimum untuk variabel tersebut adalah 1,1036. Nilai rata-rata (*mean*) pada variabel nilai perusahaan sebesar 73,1617 dengan deviasi standar 0,7275 yang memiliki arti bahwa nilai deviasi standar lebih besar dari nilai rata-rata (*mean*) hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat banyak variasi dalam nilai data yang terjadi, dan mungkin kesenjangan yang diciptakan rendah dari satu nilai data dan lainnya.

Variabel perkembangan pasar modal pada tahun 2017-2021 memiliki nilai minimum 0,2867 dan nilai maksimum sebesar 0,8363. Nilai rata-rata (*mean*) pada variabel rasio tersebut adalah sebesar 0,5843, sedangkan deviasi standar 0,2657 yang memiliki arti bahwa nilai deviasi standar lebih besar dari nilai rata-rata (*mean*) hal ini menunjukkan bahwa terdapat banyak variasi dalam nilai data yang terjadi, dan mungkin terdapat kesenjangan yang lebih besar antara satu nilai data dan lainnya.

3) Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Hasil pengujian *Kolmogorov-Smirnov* pada Tabel 3 menunjukkan bahwa hasil nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* pada data tahun 2017-2021 sebesar 0,200. Dapat disimpulkan bahwa asumsi normal terpenuhi karena nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* lebih besar dari 0,50.

Tabel 3. Hasil Uji Normalitas	
<i>One-Sampel Kolmogorov-Smirnov Test</i>	
<i>Asymp. Sig (2-tailed)</i>	0,200c,d

Sumber: Data olahan, 2022

Uji Multikolinearitas

Suatu model regresi yang baik selain data berdistribusi normal juga tidak mengalami multikolinearitas. Multikolinearitas adalah korelasi antara satu variabel bebas dengan variabel bebas lainnya. Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinearitas di dalam regresi dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel bebas yang dijelaskan oleh variabel bebas lainnya.

Tolerance mengukur variabilitas bebas yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Model regresi yang bebas dari multikolinearitas adalah yang mempunyai $VIF < 10$ dan nilai *tolerance* $> 0,1$. Berdasarkan hasil uji

multikolinearitas pada tabel 4, hasilnya sebagai berikut:

Tabel 4. Hasil Uji Multikolinearitas

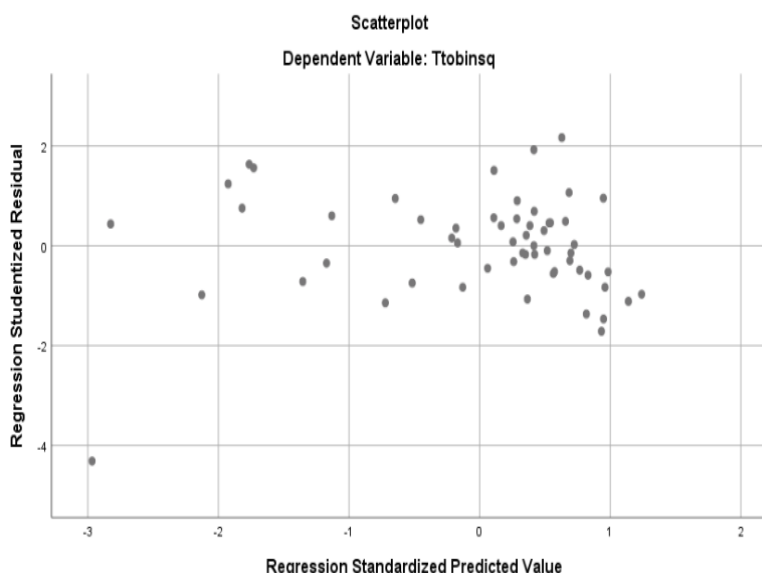
	<i>Coefficients Tolerance</i>	VIF
CR	0,211	4,737
ROA	0,931	1,074
DAR	0,217	4,611
TAT	0,948	1,055

Sumber: Data olahan, 2022

Berdasarkan tabel 4.4 dapat dilihat bahwa VIF setiap variabel di bawah 10 dan nilai *tolerance* setiap variabel $> 0,1$, sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat hubungan atau korelasi antara satu variabel bebas dengan variabel bebas lainnya. Artinya, dapat dinyatakan bahwa data pada penelitian ini tidak mengalami multikolinearitas, sehingga model regresi yang ada layak dipakai dalam memprediksi nilai perusahaan.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas pada penelitian ini menggunakan pendekatan dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel dependen (terikat) yaitu ZPRED dengan residualnya SRESID. Untuk melihat ada tidaknya heteroskedastisitas dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara ZPRED dan SRESID (Sintarini & Djawoto, 2018). Dari hasil pengolahan data menggunakan SPSS diperoleh hasil sebagai berikut:



Gambar 1. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Sumber: Data olahan, 2022

Berdasarkan gambar 1 hasil uji heteroskedastisitas di atas menunjukkan bahwa titik-titik data tersebar di antara 0-Y dan tidak membentuk pola tertentu, dengan ini dinyatakan bahwa model regresi yang terbentuk diidentifikasi tidak terjadi heteroskedastisitas, sehingga persamaan regresi linear berganda yang diperoleh bisa digunakan untuk penelitian.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk melihat apakah dalam regresi linear terdapat korelasi kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (Sintarini & Djawoto, 2018). Pengambilan keputusan dilakukan dengan melihat nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* uji *runs test*. Jika nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05, maka dapat disimpulkan model regresi tidak terdapat autokorelasi. Uji *runs test* memberikan kesimpulan yang lebih pasti jika terjadi masalah pada pengujian Durbin – Watson (Ghozali, 2016).

Tabel 6. Hasil Uji Runs Test

<i>Runs Test</i>
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>
0,895

Sumber: Data olahan, 2022

Berdasarkan tabel 4.6 hasil uji *runs test* di atas, diketahui nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,895 $>$ dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala autokorelasi, sehingga analisis regresi linear dapat dilanjutkan.

4) Analisis Regresi

Analisis regresi memiliki tujuan guna mengetahui bagaimana variabel dependen dapat diprediksi melalui variabel independen. Analisis regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linear berganda. Hasil olah data dengan menggunakan SPSS dari analisis regresi linear berganda dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

Pengujian Hipotesis 1a dan 2a (ketika menggunakan ROIC sebagai ukuran kinerja keuangan)

Tabel 7. Pengujian Hipotesis H1a dan H2a (dengan ROIC)

Number of obs.	=	614				
F (13, 9230)	=	30,31				
Prob > F	=	0,000				
R-squared	=	0,1995				
Root MSE	=	0,20823				
P	Coefficient	Robust Std. Err.	t	Sig.	[95% Conf. Interval]	
INV	0,014	0,000	7,070	0,000	0,010	0,019
MARKET	-0,106	0,067	-1,590	0,113	-2,237	0,025
SIZE	-0,006	0,005	-1,280	0,202	-0,015	0,003
LEVERAGE	0,037	0,053	0,710	0,477	-0,066	0,141
GROWTH	-0,004	0,002	-2,050	0,041	-0,008	-0,000
_cons	-0,260	0,124	-2,100	0,036	-0,504	-0,017

Hasil menunjukkan nilai adj. R^2 adalah 0,1929. Nilai p (0,000) menunjukkan bahwa perlindungan investor berpengaruh positif terhadap ROIC. Itu berarti, H1a didukung. Berikutnya, perkembangan pasar modal tidak mempengaruhi ROIC.

Pengujian Hipotesis 1a dan 2a (ketika menggunakan ROE sebagai ukuran kinerja keuangan)

Tabel 8. Pengujian Hipotesis H1a dan H2a (dengan ROE)

Number of obs.	=	614				
F (13, 9230)	=	5,26				
Prob > F	=	0,0001				
R-squared	=	0,0415				
Root MSE	=	0,153473				
P	Coefficient	Robust Std. Err.	t	Sig.	[95% Conf. Interval]	
INV	0,005	0,002	3,820	0,000	0,003	0,009
MARKET	-0,115	0,042	-2,350	0,019	-0,212	-0,019
SIZE	-0,004	0,004	-1,200	0,232	-0,011	0,003
LEVERAGE	-0,058	0,039	-1,510	0,132	-0,135	0,018
GROWTH	0,003	0,001	1,890	0,060	-0,000	0,006
_cons	-0,216	0,091	-2,360	0,018	-0,396	-0,037

Hasil menunjukkan nilai adj. R^2 adalah 0,0336. Nilai p (0,000) menunjukkan bahwa perlindungan investor berpengaruh positif terhadap ROE. Itu berarti, H1a didukung. Perkembangan pasar modal tidak berpengaruh positif terhadap ROIC.

Pengujian Hipotesis H1b dan H2b; (ketika menggunakan Tobin's Q sebagai ukuran nilai perusahaan)

Tabel 9. Pengujian Hipotesis H1b dan H2b

Number of obs.	=	614				
F (13, 9230)	=	8,14				
Prob > F	=	0,0000				
R-squared	=	0,0627				
Root MSE	=	0,63173				
P	Coefficient	Robust Std. Err.	t	Sig.	[95% Conf. Interval]	
INV	0,034	0,006	5,300	0,000	0,021	0,046
MARKET	-0,810	0,202	-4,000	0,000	-1,208	-0,412
SIZE	0,031	0,015	2,12	0,035	0,002	0,060
LEVERAGE	-0,068	0,160	-0,420	0,673	-0,381	0,246
GROWTH	0,009	0,006	1,470	0,141	-0,003	0,021
_cons	-1,884	0,376	-5,010	0,000	-2,623	-1,145

Hasil menunjukkan nilai adj. R^2 adalah 0,0550. Nilai p (0,000) menunjukkan bahwa perlindungan investor berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Itu berarti, H1b didukung. Perkembangan pasar modal tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

E. KESIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa perlindungan investor berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan startup, baik diukur dengan ROIC maupun ROE. Selanjutnya, perlindungan investor memiliki efek positif pada nilai perusahaan startup, yang diukur dengan Tobin's Q. Hal ini memberikan implikasi bahwa pemerintah perlu melakukan upaya yang dapat meningkatkan perlindungan investor yang akan berdampak pada kinerja perusahaan-perusahaan startup.

Selanjutnya, perkembangan pasar modal tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan startup, baik diukur dengan ROIC maupun ROE. Perkembangan pasar modal juga tidak berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan, yang diukur dengan Tobin's Q. Hal ini sangat mungkin disebabkan karena periode pasca-IPO perusahaan-perusahaan startup belum lama, sehingga dampak perkembangan pasar modal belum signifikan mempengaruhi, baik kinerja keuangan maupun nilai perusahaan startup.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian dan kesimpulan yang telah dikemukakan maka dapat diberikan saran sebagai berikut. Pertama, penelitian mendatang dapat mengeksplorasi studi lintas negara dengan startup-startup yang memperjualbelikan sahamnya di bursa efek negara-negara ASEAN yang lain. Kedua, penelitian yang berfokus pada sektor keuangan perusahaan-perusahaan startup dapat menjadi fokus penelitian berikutnya.

REFERENSI

- Adhikari, A., & Tondkar, R. H. (1992). Environmental Factors Influencing Accounting Disclosure Requirements of Global Stock Exchanges. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 4(2), 75–105. <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.1992.tb00024.x>
- Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 1–51. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00012-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00012-4)
- Beekes, W., Brown, P., Zhan, W., & Zhang, Q. (2016). Corporate Governance, Companies' Disclosure Practices and Market Transparency: A Cross Country Study. *Journal of Business Finance and Accounting*, 43(3–4), 263–297. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12174>
- Bhattacharya, U., Daouk, H., & Walker, M. (2003). The World Price of Earnings Management. *The Accounting Review*, 78(3), 641–678. <https://doi.org/10.2308/accr.2003.78.3.641>
- Bona-Sánchez, C., García-Meca, E., & Pérez-Alemán, J. (2018). Earnings informativeness and institutional investors on boards. *Revista de Contabilidad*, 21(1), 73–81.
- Brikman, Y. (2015). *Hello, Startup: A Programmer's Guide to Building Products, Technologies, and Teams*. " O'Reilly Media, Inc."
- Burgstahler, D., Hail, L., & Leuz, C. (2006). The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983–1016. <https://doi.org/10.2139/ssrn.484682>
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2004). What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207–252.
- DeFond, M., Hung, M., & Trezevant, R. (2007). Investor protection and the information content of annual earnings announcements: International evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 43(1), 37–67. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.09.001>
- Fearnley, N., & Gray, S. (2015). National institutional factors and IFRS Implementation in Europe: The case of investment property companies. *International Journal of Accounting and Information Management*, 23(3), 271–288.
- Gul, F. A. (2013). Investor Protection, Firm Informational Problems, Big N Auditors, and Cost of Debt around the World. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 32(3), 1–30. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50462>
- Houqe, M. N., van Zijl, T., Dunstan, K., & Karim, A. K. M. W. (2012). The Effect of IFRS Adoption and Investor Protection on Earnings Quality Around the World. *International Journal of Accounting*, 47(3), 333–355. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2012.07.003>
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2010). The worldwide governance indicators: Methodology and analytical issues. In *World Bank Policy Research* (Vol. 5430). <https://doi.org/10.1017/S1876404511200046>
- Kouki, A. (2018). Mandatory IFRS adoption, investor protection and earnings management: A data analysis of Germany, France and Belgium listed companies. *International Journal of Accounting and Information Management*, 26(1), 187–204. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-07-2017-0091>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (2006). What Works in Securities Laws? *The Journal of Finance*, LXI(1), 1–32. <http://post.economics>.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69, 505–527. <https://doi.org/10.4324/9780203940136>
- Li, S., Wu, H., Zhang, J., & Chand, P. (2018). Accounting reforms and conservatism in earnings: Empirical evidence from listed Chinese companies. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 30, 32–44. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2017.12.004>

- Nobes, C. (1998). Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting. *Abacus*, 34(2), 162–187. <https://doi.org/10.1111/1467-6281.00028>
- Nobes, C. (2008). Accounting classification in the IFRS Era. *Australian Accounting Review*, 18(3), 191–198. <https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2008.0024.x>
- Perafán Peña, H. F., & Franco, J. B. (2017). Impact of IFRS on the quality of financial information in the United Kingdom and France: Evidence from a new perspective. *Intangible Capital*, 13(4). <https://doi.org/10.3926/ic.939>
- Persakis, A., & Iatridis, G. E. (2016). Audit quality, investor protection and earnings management during the financial crisis of 2008: An international perspective. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2015.12.006>
- Piotroski, J. D. (2000). Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers. *Journal of Accounting Research*, 38, 1. <https://doi.org/10.2307/2672906>
- Pratt, J., & Behr, G. (1987). Environmental factors, transaction costs, and external reporting: a cross-national comparison. *International Journal of Accounting*, 22(2), 1–24.
- Sekaran, U. (2017). *Metode Penelitian Untuk Bisnis* (Edisi 6). Jakarta: Salemba Empat.
- Subramanyam, K. R. (2014). *Financial statement analysis*. Không nhà xuất bản.
- Sugiyono. (2016). Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D. In *Buku*. Bandung: Alfabeta.
- Talaia, M., Pisoni, A., & Onetti, A. (2016). Factors influencing the fund raising process for innovative new ventures: an empirical study. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 23(2), 363–378. <https://doi.org/10.1108/JSBED-07-2014-0111>
- Wong, W. C., Batten, J. A., Ahmad, A. H., Mohamed-Arshad, S. B., Nordin, S., & Adzis, A. A. (2021). Does ESG certification add firm value? *Finance Research Letters*, 39, 101593. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101593>
- Adhikari, A., & Tondkar, R. H. (1992). Environmental Factors Influencing Accounting Disclosure Requirements of Global Stock Exchanges. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 4(2), 75–105. <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.1992.tb00024.x>
- Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 1–51. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00012-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00012-4)
- Beekes, W., Brown, P., Zhan, W., & Zhang, Q. (2016). Corporate Governance, Companies' Disclosure Practices and Market Transparency: A Cross Country Study. *Journal of Business Finance and Accounting*, 43(3–4), 263–297. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12174>
- Bhattacharya, U., Daouk, H., & Walker, M. (2003). The World Price of Earnings Management. *The Accounting Review*, 78(3), 641–678. <https://doi.org/10.2308/accr.2003.78.3.641>
- Bona-Sánchez, C., Garcí\`ia-Meca, E., & Pérez-Alemán, J. (2018). Earnings informativeness and institutional investors on boards. *Revista de Contabilidad*, 21(1), 73–81.
- Brikman, Y. (2015). *Hello, Startup: A Programmer's Guide to Building Products, Technologies, and Teams*. “ O'Reilly Media, Inc.”
- Burgstahler, D., Hail, L., & Leuz, C. (2006). The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983–1016. <https://doi.org/10.2139/ssrn.484682>
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2004). What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207–252.
- DeFond, M., Hung, M., & Trezevant, R. (2007). Investor protection and the information content of annual earnings announcements: International evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 43(1), 37–67. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.09.001>
- Fearnley, N., & Gray, S. (2015). National institutional factors and IFRS Implementation in Europe: The case of investment property companies. *International Journal of Accounting and Information Management*, 23(3), 271–288.
- Gul, F. A. (2013). Investor Protection, Firm Informational Problems, Big N Auditors, and Cost of Debt around the World. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 32(3), 1–30. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50462>
- Houqe, M. N., van Zijl, T., Dunstan, K., & Karim, A. K. M. W. (2012). The Effect of IFRS Adoption and Investor Protection on Earnings Quality Around the World. *International Journal of Accounting*, 47(3), 333–355. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2012.07.003>
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2010). The worldwide governance indicators: Methodology and analytical issues. In *World Bank Policy Research* (Vol. 5430). <https://doi.org/10.1017/S1876404511200046>
- Kouki, A. (2018). Mandatory IFRS adoption, investor protection and earnings management: A data analysis of Germany, France and Belgium listed companies. *International Journal of Accounting and Information Management*, 26(1), 187–204. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-07-2017-0091>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (2006). What Works in Securities Laws? *The Journal of Finance*, LXI(1), 1–32. <http://post.economics>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69, 505–527. <https://doi.org/10.4324/9780203940136>
- Li, S., Wu, H., Zhang, J., & Chand, P. (2018). Accounting reforms and conservatism in earnings: Empirical evidence from listed Chinese companies. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 30, 32–44. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2017.12.004>
- Nobes, C. (1998). Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting. *Abacus*, 34(2), 162–187. <https://doi.org/10.1111/1467-6281.00028>

- Nobes, C. (2008). Accounting classification in the IFRS Era. *Australian Accounting Review*, 18(3), 191–198. <https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2008.0024.x>
- Perafán Peña, H. F., & Franco, J. B. (2017). Impact of IFRS on the quality of financial information in the United Kingdom and France: Evidence from a new perspective. *Intangible Capital*, 13(4). <https://doi.org/10.3926/ic.939>
- Persakis, A., & Iatridis, G. E. (2016). Audit quality, investor protection and earnings management during the financial crisis of 2008: An international perspective. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2015.12.006>
- Piotroski, J. D. (2000). Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers. *Journal of Accounting Research*, 38, 1. <https://doi.org/10.2307/2672906>
- Pratt, J., & Behr, G. (1987). Environmental factors, transaction costs, and external reporting: a cross-national comparison. *International Journal of Accounting*, 22(2), 1–24.
- Sekaran, U. (2017). *Metode Penelitian Untuk Bisnis* (Edisi 6). Jakarta: Salemba Empat.
- Subramanyam, K. R. (2014). *Financial statement analysis*. Không nhà xuất bản.
- Sugiyono. (2016). Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D. In *Buku*. Bandung: Alfabeta.
- Talaia, M., Pisoni, A., & Onetti, A. (2016). Factors influencing the fund raising process for innovative new ventures: an empirical study. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 23(2), 363–378. <https://doi.org/10.1108/JSBED-07-2014-0111>
- Wong, W. C., Batten, J. A., Ahmad, A. H., Mohamed-Arshad, S. B., Nordin, S., & Adzis, A. A. (2021). Does ESG certification add firm value? *Finance Research Letters*, 39, 101593. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101593>