Jurnal Ekonomi Bisnis, Manajemen dan Akuntansi (Jebma)
Volume : 06 | Nomor 02 | Juli 2026 | E-ISSN : 2797-7161 | DOI: doi.org/jebma.v6n2.8437

Kepemilikan Institusional sebagai Moderasi Risiko Operasional: Bukti dari Sektor Consumer *Non-Cyclicals* Bursa Efek Indonesia

Penulis:
Ardyan Muhamad Ramadhan[1]
Yuni Utami [2]
Mohammad Arridho Nur Amin [3]

Afiliasi:
Universitas Pancasakti Tegal[123]

Korespondensi:
ardyanmuhamad3@gmail.com
yuniutami@upsegal.ac.id
mohammad.arridho@gmail.com

Histori Naskah:
Submit: 30-04-2026
Accepted: 03-05-2026
Published: 01-07-2026

Abstrak: Volatilitas laba operasional merupakan manifestasi dari interaksi kompleks berbagai determinan finansial internal yang dapat menghambat keberlanjutan dan nilai perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *growth opportunity*, *operating cash flow*, likuiditas (*cash ratio*), dan struktur modal (DER) terhadap risiko operasional yang diproksikan melalui volatilitas EBITDA, serta menguji peran moderasi kepemilikan institusional sebagai mekanisme *good corporate governance*. Populasi penelitian adalah perusahaan sektor *Consumer Non-Cyclicals* yang terdaftar di Papan Utama Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2021–2025. Melalui metode *purposive sampling*, diperoleh sampel sebanyak 36 perusahaan dengan 180 observasi tahun-perusahaan (*firm-year observations*). Data dianalisis menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA) dengan estimasi *Robust Standard Errors* untuk mengatasi heteroskedastisitas pada data panel, dibantu perangkat lunak STATA 17. Kesenjangan penelitian (*research gap*) yang diisi oleh studi ini adalah belum adanya pengujian simultan peran moderasi kepemilikan institusional terhadap empat determinan keuangan sekaligus dalam memengaruhi volatilitas EBITDA, khususnya pada sektor *Consumer Non-Cyclicals* pasca-pandemi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *growth opportunity* dan *operating cash flow* berpengaruh positif signifikan, sedangkan likuiditas dan struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko operasional. Uji moderasi menunjukkan bahwa kepemilikan institusional hanya mampu memperkuat pengaruh *growth opportunity* terhadap risiko operasional (H5 didukung), namun tidak memoderasi hubungan *operating cash flow*, likuiditas, dan struktur modal (H6–H8 tidak didukung).

Kata kunci: *Good Corporate Governance*, *Growth Opportunity;* Kepemilikan Institusional; Likuiditas; *Operating Cash Flow;* Risiko Operasional; Struktur Modal

Pendahuluan

Stabilitas laba operasional merupakan prasyarat fundamental bagi keberlanjutan perusahaan dalam menghadapi dinamika pasar yang semakin kompleks. Pada perusahaan, risiko operasional yang tercermin dalam volatilitas EBITDA menjadi perhatian utama bagi para pemangku kepentingan karena secara langsung merefleksikan kualitas dan konsistensi kinerja bisnis inti perusahaan. EBITDA dipilih sebagai proksi risiko operasional karena mampu menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba operasional secara murni, terlepas dari kebijakan bunga, pajak, serta depresiasi dan amortisasi, sehingga lebih representatif dalam mengukur efisiensi operasional sesungguhnya.

Pemilihan sektor Consumer *Non-Cyclicals* sebagai objek kajian didasarkan pada karakteristik usahanya yang memiliki tingkat resistensi tinggi terhadap guncangan ekonomi karena berfokus pada pemenuhan kebutuhan pokok masyarakat (Wicaksono et al., 2024). Namun, karakteristik defensif tersebut nyatanya tidak menjamin stabilitas laba. Data empiris pada Papan Utama BEI periode 2021–2025 menunjukkan pola volatilitas EBITDA yang fluktuatif dengan rata-rata sebesar 0,696 (2021), meningkat tajam menjadi 0,813 (2022), menurun ke 0,701 (2023), dan kembali meningkat secara moderat ke 0,717 (2024) serta 0,721 (2025). Fenomena ini mengindikasikan bahwa stabilitas permintaan pada sektor ini tidak secara otomatis memitigasi variabilitas laba, melainkan sangat bergantung pada kapabilitas fundamental internal

This is an Creative Commons License This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License

Volume : 06 | Nomor 02 | Juli 2026 | E-ISSN : 2797-7161 | DOI: doi.org/jebma.v6n2.8437

perusahaan dalam menyeimbangkan arus kas operasional dengan efisiensi struktur pendanaan.Ketidakstabilan laba operasional merupakan manifestasi dari interaksi berbagai determinan finansial internal yang kompleks.

Faktor fundamental pertama adalah *growth opportunity*, yang mencerminkan potensi ekspansi masa depan namun menyimpan risiko inheren. Fenomena ini diperkuat oleh temuan (Frame et al., 2020) dan (Hendi & Wulandari, 2023) yang menyatakan bahwa peluang pertumbuhan dapat memicu variabilitas laba jika tidak dikelola dengan cermat. Hal ini selaras dengan argumen Tsintsadze et al. (2019) yang menekankan bahwa ekspansi agresif tanpa kendali risiko dapat memperburuk volatilitas kinerja, meskipun Ofori et al. (2025) menemukan hasil sebaliknya bahwa pertumbuhan justru dapat menstabilkan risiko pada kondisi pasar tertentu.

Selain aspek pertumbuhan, mitigasi risiko bisnis serta optimalisasi arus kas operasional berfungsi sebagai instrumen penyangga keuangan (*financial buffer*) guna menjaga stabilitas operasional perusahaan. Studi oleh Catanach (2000) dan Syadali et al. (2023) menegaskan bahwa volatilitas arus kas secara konsisten mencerminkan risiko operasional yang nyata dalam proses bisnis. Di sisi lain, tingkat likuiditas atau cash ratio menentukan kapasitas keamanan entitas. Sementara Gamba & Triantis (2020) dan Swarte et al. (2020) mengonfirmasi keterkaitan positif likuiditas terhadap ketahanan perusahaan dalam memitigasi risiko operasional, Akbar et al. (2021) serta Huang et al. (2023) menunjukkan bahwa pengelolaan aset lancar yang tidak efisien justru dapat menjadi sumber risiko baru yang menghambat pertumbuhan berkelanjutan.

Kebijakan struktur modal melalui *Debt to Equity Ratio* (DER) turut menjadi determinan krusial. Tingkat utang yang tinggi menciptakan beban tetap yang memperlebar variabilitas kinerja (Yuliarti (2020); Zulfa et al. (2022)). Dukungan terhadap argumen ini juga ditemukan dalam penelitian Jbara (2024) dan Kandel et al. (2024), yang menyatakan bahwa struktur keuangan yang terlalu bergantung pada utang eksternal akan meningkatkan eksposur risiko di tengah ketidakpastian ekonomi. Namun, Pane & Rahmadhani (2021) melaporkan hasil yang kontradiktif, di mana struktur modal yang terukur justru mampu memitigasi fluktuasi kinerja operasional melalui pengawasan manajerial yang lebih ketat.

Adanya inkonsistensi temuan dari berbagai penelitian terdahulu mengindikasikan perlunya variabel moderasi guna menjembatani kesenjangan penelitian tersebut (*research gap*). Berdasarkan teori agensi Jensen & Meckling (1976) dan *pecking order theory* Myers & Majluf (1984), studi ini mengintegrasikan Kepemilikan Institusional (KI) sebagai mekanisme *good corporate governance* (GCG) yang diintegrasikan untuk menguji apakah fungsi pengawasan institusional mampu mereduksi sensitivitas hubungan antara determinan keuangan dan gejolak kinerja operasional (EBITDA). Pemilihan sektor Consumer *Non-Cyclicals* di Bursa Efek Indonesia sebagai objek penelitian didasari oleh kebutuhan akan stabilitas kinerja di tengah tekanan biaya operasional yang berdampak pada laba perusahaan. Keberadaan investor institusional diposisikan sebagai instrumen pengawasan strategis untuk memastikan kebijakan keuangan tetap terukur guna memitigasi risiko tersebut. Kepemilikan institusional diukur melalui proporsi saham yang dimiliki investor institusional terhadap total saham beredar, selaras dengan pandangan Utami et al. (2026) dan Yuanisa et al. (2022) bahwa efektivitas monitoring merupakan kunci stabilitas kinerja. Hasil studi ini diharapkan memberikan kontribusi teoritis bagi literatur manajemen risiko kontemporer serta menjadi referensi strategis bagi manajer dan investor dalam merumuskan kebijakan keuangan yang lebih prudent.

Studi Literatur

Agency Theory

Teori agensi yang dipelopori Jensen & Meckling (1976) menjelaskan hubungan kontraktual antara pemilik perusahaan (*principal*) dan manajemen (*agent*) yang sering kali diwarnai asimetri informasi. Dalam konteks pengelolaan risiko operasional, manajer sebagai agen memiliki kecenderungan mengambil keputusan oportunistik demi mengejar target kinerja jangka pendek yang dapat memicu volatilitas laba (Mahaputra et al., 2024). GCG melalui kepemilikan institusional berfungsi sebagai mekanisme monitoring untuk menyelaraskan kepentingan agen dengan prinsipal, memastikan transparansi pengelolaan risiko, serta meredam dampak kebijakan keuangan yang terlalu agresif terhadap stabilitas operasional perusahaan.

This is an Creative Commons License This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License

Volume : 06 | Nomor 02 | Juli 2026 | E-ISSN : 2797-7161 | DOI: doi.org/jebma.v6n2.8437

Pecking Order Theory

Pecking order theory mengemukakan bahwa perusahaan memiliki hierarki atau urutan preferensi tertentu dalam memilih sumber pendanaan guna meminimalisir biaya informasi asimetris. Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa perusahaan akan lebih mengutamakan pendanaan internal (laba ditahan dan arus kas) dibandingkan pendanaan eksternal dan jika dana eksternal diperlukan, perusahaan akan memilih utang terlebih dahulu sebelum menerbitkan ekuitas baru. Teori ini sangat relevan dalam menjelaskan variabel *operating cash flow*, likuiditas, dan struktur modal dalam penelitian ini. Perusahaan dengan arus kas operasi dan likuiditas yang kuat cenderung memiliki risiko operasional yang lebih rendah karena memiliki bantalan keuangan internal (*financial buffer*) yang cukup untuk membiayai operasional rutin tanpa ketergantungan pada pihak eksternal (Gamba & Triantis, 2020). Sebaliknya, ketika perusahaan terpaksa menggunakan utang yang tinggi (struktur modal), hal tersebut mencerminkan keterbatasan dana internal yang dapat meningkatkan tekanan finansial serta kerentanan terhadap gangguan operasional (Alshehadeh et al., 2024).

Kerangka Konseptual dan Hipotesis Penelitian

Kerangka konseptual penelitian ini menggambarkan pengaruh langsung growth opportunity, operating cash flow, likuiditas, dan struktur modal terhadap risiko operasional (volatilitas EBITDA), serta peran moderasi kepemilikan institusional pada keempat hubungan tersebut, dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol.

H1: *Growth opportunity* berpengaruh terhadap Risiko Operasional

Growth opportunity mencerminkan potensi ekspansi dan prospek masa depan perusahaan. Namun, pertumbuhan yang agresif sering kali menuntut perubahan sistem operasional dan peningkatan beban kerja yang signifikan. Jika tidak dibarengi dengan penguatan tata kelola dan infrastruktur, hal ini dapat memicu kegagalan sistem serta inefisiensi yang meningkatkan volatilitas laba. Sejalan dengan *Agency Theory*, ambisi manajer untuk mengejar pertumbuhan dapat meningkatkan eksposur risiko perusahaan. Frame et al. (2020) mengonfirmasi bahwa peluang pertumbuhan yang tinggi berkorelasi dengan peningkatan risiko operasional.

H2: *Operating cash flow* berpengaruh terhadap Risiko Operasional

Berdasarkan Pecking Order Theory, operating cash flow merupakan sumber pendanaan internal utama yang memberikan fleksibilitas bagi perusahaan. Arus kas yang kuat memungkinkan manajemen untuk melakukan pemeliharaan aset secara rutin, memperbarui teknologi, dan merespons gangguan operasional dengan cepat tanpa perlu menunggu pendanaan eksternal. Ketersediaan dana internal berfungsi sebagai pelumas operasional yang menekan potensi kerugian akibat kendala teknis.

H3: Likuiditas berpengaruh terhadap Risiko Operasional

Likuiditas yang diprosikan dengan *cash ratio* menggambarkan ketersediaan aset paling lancar untuk memenuhi kewajiban jangka pendek. Dalam perspektif *Pecking Order Theory*, likuiditas berfungsi sebagai *financial buffer* atau bantalan keuangan. Perusahaan dengan likuiditas tinggi memiliki daya tahan lebih kuat saat menghadapi guncangan pasar atau kegagalan transaksi yang dapat menghambat operasional (Gamba & Triantis, 2020). Sebaliknya, kendala likuiditas dapat memicu gangguan pada rantai pasok yang meningkatkan risiko operasional.

H4: Struktur Modal berpengaruh terhadap Risiko Operasional

Struktur modal yang didominasi oleh utang meningkatkan beban bunga tetap yang harus ditanggung perusahaan. Tingginya leverage menciptakan tekanan finansial yang dapat memaksa manajer untuk melakukan penghematan pada biaya-biaya esensial, seperti biaya pemeliharaan atau pelatihan karyawan. Tekanan ini, menurut Alshehadeh et al. (2024), dapat melemahkan kualitas operasional dan meningkatkan risiko kegagalan. Hal ini selaras dengan *Trade-off Theory* di mana beban utang yang berlebih meningkatkan potensi biaya kesulitan keuangan.

H5-H8: *Good Corporate Governance* sebagai Variabel Moderasi

Mekanisme GCG, khususnya melalui peran dewan komisaris, berfungsi sebagai alat monitoring untuk menyelaraskan kepentingan agen dan prinsipal sesuai dengan *Agency Theory*. Tata kelola yang kuat

This is an Creative Commons License This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License

memastikan bahwa keputusan terkait pertumbuhan, pengelolaan kas, dan pengambilan utang dilakukan secara *prudent* (hati-hati). GCG diharapkan mampu memperlemah dampak negatif dari struktur modal yang tinggi atau pertumbuhan yang terlalu ambisius terhadap risiko operasional dengan cara meningkatkan transparansi dan pengawasan risiko (Zega (2023); Mahaputra et al., 2024).

Metode Penelitian

Penelitian kuantitatif ini menggunakan desain eksplanatori untuk menguji hubungan kausalitas antar variabel. Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan sektor Consumer *Non-Cyclicals* yang terdaftar di Papan Utama Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2021–2025. Pemilihan Papan Utama BEI menjamin ketersediaan laporan keuangan yang telah dipublikasikan secara lengkap dan teraudit untuk seluruh periode pengamatan, termasuk tahun 2025. Dengan menggunakan metode purposive sampling, diperoleh sampel sebanyak 36 perusahaan dengan total 180 observasi tahun-perusahaan (*firm-year observations*) yang memenuhi kriteria: (1) terdaftar di Papan Utama BEI sektor Consumer *Non-Cyclicals* secara berturut-turut selama periode pengamatan; (2) menyampaikan laporan keuangan tahunan secara konsisten dalam mata uang Rupiah; dan (3) memiliki ketersediaan data lengkap untuk seluruh variabel yang dibutuhkan dalam penelitian.

Variabel dependen adalah risiko operasional yang diproksikan melalui volatilitas EBITDA, dihitung sebagai nilai absolut perubahan EBITDA dibagi rata-rata EBITDA perusahaan. Variabel independen meliputi (1) *Growth Opportunity* yang diproksikan dengan nilai pasar ekuitas dibagi nilai buku ekuitas (*Growth Opportunity*); (2) *Operating Cash Flow* yang diukur sebagai rasio arus kas operasi terhadap total aset; (3) Likuiditas yang diproksikan dengan cash ratio (kas dan setara kas dibagi total kewajiban lancar); dan (4) Struktur Modal yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Variabel moderasi adalah Kepemilikan Institusional (KI), diukur sebagai proporsi jumlah saham yang dimiliki investor institusional terhadap total saham beredar perusahaan. Ukuran perusahaan (logaritma natural total aset) digunakan sebagai variabel kontrol.

Data sekunder diperoleh dari laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan melalui situs resmi BEI dan diolah menggunakan STATA 17. Analisis dilakukan melalui tahapan: (1) statistik deskriptif dan uji korelasi; (2) uji pemilihan model data panel (*Chow Test, Hausman Test, dan Lagrange Multiplier Test*); (3) uji asumsi klasik mencakup multikolinearitas (VIF), heteroskedastisitas (*Modified Wald Test*), dan autokorelasi (*Wooldridge Test*); dan (4) *Moderated Regression Analysis* (MRA) dengan estimasi Robust Standard Errors untuk mengatasi bias heteroskedastisitas dan autokorelasi yang terdeteksi pada data panel, guna menghasilkan parameter yang konsisten dan efisien.

Hasil dan Pembahasan

Deskriptif Statistik dan Korelasi

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Keterangan
Vol_EBITDA	180	0.7297	0.2332	-0.5126	1.1882	Variabel Dependen
Growth_Opp	180	0.0733	0.3177	-0.2002	4.1563	Total Aset – Total Aset (t-1) / Total Aset (t-1)
OCF	180	0.1257	0.0975	-0.0773	0.5410	Arus Kas Operasi / Total Aset
Cash_Ratio	180	0.8621	1.3741	-0.2266	8.0029	Kas+Setara Kas / Hutang Lancar
DER	180	1.0829	1.0138	0.0960	6.4659	Total Hutang / Total Ekuitas
KI	180	0.6085	0.2472	0.0000	0.9244	Saham Institusi / Total Saham

This is an Creative Commons License This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License

Firm_Size_C	180	15.6083	2.5132	7.0193	19.1999	Ln Total Aset (Kontrol)

Sumber: Data diolah dengan STATA 17 (2026)

Tabel 1 menyajikan statistik deskriptif seluruh variabel penelitian berdasarkan 180 observasi tahun-Variabel dependen volatilitas EBITDA menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,7297 (std. deviasi = 0,2332), mengindikasikan fluktuasi kinerja operasional yang relatif moderat dengan variasi antarperusahaan yang cukup signifikan (min = −0,5126; maks = 1,1882). *Growth opportunity* memiliki rata-rata 0,0733 dengan rentang yang lebar (maks = 4,1563), menunjukkan heterogenitas karakteristik pertumbuhan dalam sampel. Cash ratio rata-rata 0,8621 mengindikasikan kemampuan memadai dalam memenuhi kewajiban jangka pendek, meski terdapat variasi besar antarperusahaan. *Operating cash flow* rata-rata positif (0,1257) menunjukkan sampel umumnya mampu menghasilkan arus kas operasional yang cukup. DER rata-rata 1,0829 menandakan kecenderungan penggunaan utang yang relatif lebih tinggi dibanding modal sendiri. Kepemilikan institusional rata-rata 0,6085 menunjukkan dominasi investor institusional dalam struktur kepemilikan sampel.

Tabel 2. Tes Korelasi

	Vol_EBITDA	Growth_Opp	Cash_Ratio	OCF	DER	KI	Firm_Size_C
Vol_EBITDA	1.0000						
Growth_Opp	0.0656	1.0000					
Cash_Ratio	0.0822	0.1905	1.0000				
OCF	0.1846	-0.0036	0.0673	1.0000			
DER	-0.3077	-0.1192	-0.3514	0.0977	1.0000		
KI	-0.0355	-0.2001	-0.0699	0.1998	0.1998	1.0000	
Firm_Size_C	-0.0599	0.0128	-0.0723	-0.0438	-0.0581	-0.0501	1.0000

Sumber: Data diolah dengan STATA 17 (2026)

Tabel 2 menyajikan matriks korelasi antar variabel penelitian berdasarkan 180 observasi tahun-perusahaan (*firm-year observations*) untuk melihat hubungan linier awal serta potensi multikolinearitas. Variabel dependen Volatilitas EBITDA menunjukkan korelasi positif dengan *Growth Opportunity* (0,0656), *Cash Ratio* (0,0822), dan *Operating Cash Flow* (0,1846), serta berkorelasi negatif dengan *Debt to Equity Ratio* (−0,3077), Kepemilikan Institusional (−0,0355), dan Ukuran Perusahaan (−0,0599).

Selanjutnya, antar variabel independen terlihat bahwa *Cash Ratio* berkorelasi negatif dengan DER (−0,3514) dan *Firm Size*_C (−0,0723), sementara OCF berkorelasi negatif dengan Firm Size_C (−0,0438). Selain itu, KI menunjukkan korelasi positif dengan DER (0,1998).

Secara umum, seluruh koefisien korelasi antar variabel independen berada di bawah ambang batas 0,80, sehingga tidak menunjukkan adanya indikasi multikolinearitas yang serius dalam model penelitian.

Uji Asumsi dan Diagnostik Model

Uji Multikoliniaritas

Tabel 3. *Variance Inflation Factor* (VIF)

Variable	VIF	1/VIF
DER	1.20	0.832163
Cash_Ratio	1.20	0.835763
KI	1.11	0.897639
Growth_Opp	1.08	0.927495
OCF	1.06	0.947345
Firm_Size_C	1.02	0.984580
Mean VIF	1.11	

This is an Creative Commons License This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License

Sumber: Data diolah dengan STATA 17 (2026)

Tabel 3 menyajikan hasil uji multikolinearitas melalui nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) untuk memastikan reliabilitas estimasi model regresi berdasarkan 180 observasi tahun-perusahaan (*firm-year observations*). Hasil pengujian menunjukkan bahwa seluruh variabel independen memiliki nilai VIF yang sangat rendah, dengan nilai tertinggi terdapat pada variabel DER (1,20) dan *Cash Ratio* (1,20), diikuti oleh KI (1,11), Growth Opportunity (1,08), OCF (1,06), dan Firm_Size_C (1,02). Secara keseluruhan, nilai *Mean* VIF model sebesar 1,11.

Nilai VIF yang berada jauh di bawah ambang batas kritis 10,00 serta nilai tolerance (1/VIF) yang seluruhnya berada di atas 0,10 menunjukkan bahwa model penelitian tidak mengalami masalah multikolinearitas. Kondisi ini mengindikasikan bahwa hubungan antar variabel independen relatif rendah sehingga tidak menimbulkan distorsi dalam estimasi koefisien regresi. Dengan demikian, asumsi non-multikolinearitas dalam model telah terpenuhi dan estimasi regresi yang dihasilkan dapat digunakan untuk pengujian hipotesis secara lebih konsisten dan reliabel.

Uji Heteroskedastisitas dan Autokorelasi. *Modified Wald Test* mendeteksi adanya heteroskedastisitas pada model, sementara *Wooldridge Test* mendeteksi adanya autokorelasi. Untuk mengatasi kedua permasalahan ini secara simultan, estimasi model dilakukan menggunakan *Robust Standard Errors*, yang menghasilkan inferensi statistik yang konsisten dan efisien.

Analisis Regresi

Tabel 4. Hasil Regresi Data Panel Volatilitas EBITDA

Vol_EBITDA	Koefisien	Robust Std. Err.	t	p > |t|	[95% CI Lower	Upper]
Growth_Opp (GO)	.4127	.1989	2.07	0.040*	.0200	.8054
Cash_Ratio (CR)	-.0182	.0089	-2.04	0.043*	-.0359	-.0006
OCF	.3298	.1636	2.02	0.045*	.0069	.6527
DER	-.1321	.0492	-2.69	0.008***	-.2292	-.0350
KI	.1718	.1381	1.24	0.215	-.1007	.4444
GO × KI (H5)	.7028	.3458	2.03	0.044*	.0202	1.3855
CR × KI (H6)	.1123	.0752	1.49	0.137	-.0362	.2608
OCF × KI (H7)	-.0270	.5980	-0.05	0.964	-1.1535	1.0995
DER × KI (H8)	.3989	.2462	1.62	0.107	-.0872	.8850
Firm_Size_C	-.0074	.0062	-1.20	0.233	-.0196	.0048
_cons	.1090	.0961	1.13	0.258	-.0807	.2988
Obs = 180; F(10,169) = 1.54; Prob > F = 0.1299; R^2 = 0.2036; *Root MSE* = 0.2195 | **p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001*						

Sumber: Data diolah dengan STATA 17 (2026)

Model penelitian menunjukkan nilai R-squared sebesar 0,2036, yang mengindikasikan bahwa variabel independen mampu menjelaskan 20,36% variasi volatilitas EBITDA; selebihnya dipengaruhi faktor di luar model. Nilai F-statistic sebesar 1,54 (Prob > F = 0,1299) perlu dikontekstualisasikan: dengan model MRA yang memasukkan sepuluh prediktor (termasuk interaksi) pada sampel 180 observasi dari 36 perusahaan yang bersifat homogen sektoral, nilai R^2 yang moderat adalah lazim dalam studi risiko berbasis data panel (Huang et al., 2023). Pengujian hipotesis secara parsial diuraikan berikut ini.

H1 - Pengaruh Growth Opportunity (GO) terhadap Risiko Operasional

Growth opportunity berpengaruh positif dan signifikan terhadap volatilitas EBITDA (β = 0,4127; p = 0,040). Setiap peningkatan peluang pertumbuhan cenderung memicu eskalasi volatilitas EBITDA. Ekspansi masif pada aset produktif memperumit manajemen rantai pasok dan meningkatkan struktur biaya tetap sehingga menciptakan ketidakstabilan biaya operasional.

Temuan ini sejalan dengan argumen Tsintsadze et al. (2019) bahwa ekspansi tanpa kendali risiko yang memadai dapat memperburuk variabilitas kinerja. Selain itu, hasil ini mendukung penelitian Frame et al.

This is an Creative Commons License This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License

Volume : 06 | Nomor 02 | Juli 2026 | E-ISSN : 2797-7161 | DOI: doi.org/jebma.v6n2.8437

(2020) yang menyatakan bahwa semakin besar potensi pertumbuhan yang dikejar, semakin tinggi kerentanan operasional yang dihadapi entitas akibat meningkatnya kompleksitas bisnis.

H2 - Pengaruh *Operating Cash Flow* (OCF) terhadap Risiko Operasional

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa Arus Kas Operasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko operasional (β = 0,3298; *p-value* = 0,045). Temuan ini mengindikasikan bahwa peningkatan arus kas operasi justru berkorelasi dengan peningkatan volatilitas laba operasional pada perusahaan sampel. Secara logis, fenomena ini dapat terjadi apabila arus kas yang dihasilkan tidak dikelola secara stabil atau berasal dari aktivitas operasional yang memiliki tingkat ketidakpastian tinggi. Dalam sektor *Consumer Non-Cyclicals*, arus kas yang besar namun fluktuatif mencerminkan adanya kerentanan dalam proses bisnis inti, di mana perubahan biaya input atau dinamika distribusi dapat secara langsung mengganggu stabilitas EBITDA.

Temuan ini sejalan dengan penelitian Catanach (2000) yang menegaskan bahwa volatilitas arus kas operasional merupakan cerminan dari risiko operasional yang terealisasi dalam aktivitas harian perusahaan. Selain itu, hasil ini mendukung argumen Syadali et al. (2023) bahwa efektivitas arus kas sebagai penyangga keuangan (*financial buffer*) sangat bergantung pada stabilitas alirannya, arus kas yang tinggi namun memiliki variabilitas besar justru akan mempertegas profil risiko operasional entitas.

H3 - Pengaruh Likuiditas (*Cash Ratio*) terhadap Risiko Operasional

Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko operasional (β = −0,0182; p = 0,043). Tingkat *cash ratio* yang tinggi meredam volatilitas laba operasional secara signifikan. Ketersediaan kas yang memadai memberikan fleksibilitas bagi manajemen untuk menutup biaya operasional tak terduga dan menjaga ritme distribusi tetap stabil.

Temuan ini sejalan dengan penelitian Gamba & Triantis (2020) serta Swarte et al. (2020) yang mengonfirmasi bahwa ketersediaan aset lancar yang tinggi memberikan ketahanan (*resilience*) bagi entitas dalam menghadapi ketidakpastian pasar. Likuiditas yang terjaga dengan baik memungkinkan perusahaan untuk tetap beroperasi secara optimal tanpa harus melakukan efisiensi drastis yang berisiko mengganggu performa laba jangka panjang, sehingga secara efektif menurunkan profil risiko operasional perusahaan.

H4 - Pengaruh Struktur Modal (DER) terhadap Risiko Operasional

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa Struktur Modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko operasional (β = -0,1321; *p* = 0,008). Temuan ini menegaskan bahwa peningkatan leverage justru berkorelasi dengan penurunan volatilitas EBITDA pada perusahaan sektor *Consumer Non-Cyclicals*. Secara teoretis, hasil ini mendukung argumen bahwa utang dapat berfungsi sebagai mekanisme kontrol manajerial. Beban tetap bunga yang menyertai utang memaksa manajer untuk lebih disiplin dan efisien dalam mengelola biaya operasional guna memastikan stabilitas arus kas, sehingga meminimalisir tindakan spekulatif yang dapat memicu fluktuasi laba operasional.

Temuan ini sejalan dengan penelitian Pane & Rahmadhani (2021) yang menunjukkan bahwa struktur modal yang optimal dapat menjadi instrumen untuk menstabilkan kinerja tanpa mengabaikan batasan risiko. Selain itu, hasil ini mendukung pandangan Jbara (2024) bahwa meskipun utang meningkatkan risiko finansial, pada tingkat tertentu ia mampu menekan inefisiensi operasional melalui pengawasan ketat dari pihak eksternal (kreditur), yang pada akhirnya meredam volatilitas EBITDA perusahaan.

Peran Kepemilikan Institusional (KI) sebagai Variabel Moderasi

Pengujian Moderated Regression Analysis (MRA) menunjukkan hasil moderasi sebagai berikut:

Moderasi KI pada Hubungan *Growth Opportunity* terhadap Volatilitas EBITDA

Kepemilikan Institusional terbukti memperkuat pengaruh positif growth opportunity terhadap volatilitas EBITDA (β = 0,7028; *p* = 0,044). Temuan ini mengindikasikan bahwa investor institusional memberikan legitimasi terhadap pengambilan risiko strategis dalam rangka mengejar pertumbuhan jangka panjang. Dalam perspektif teori agensi, investor institusional tidak hanya berfungsi sebagai peredam risiko, tetapi juga sebagai fasilitator risk-taking yang terukur ketika potensi imbal hasil ekspansi dinilai memadai (Utami et al., 2026). Temuan ini sejalan dengan penelitian Pane & Rahmadhani (2021) yang menunjukkan bahwa struktur modal yang optimal dapat menjadi instrumen untuk menstabilkan kinerja tanpa mengabaikan

This is an Creative Commons License This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License

batasan risiko. Selain itu, hasil ini mendukung pandangan Jbara (2024) bahwa meskipun utang meningkatkan risiko finansial, pada tingkat tertentu ia mampu menekan inefisiensi operasional melalui pengawasan ketat dari pihak eksternal (kreditur), yang pada akhirnya meredam volatilitas EBITDA perusahaan.

Moderasi KI pada Hubungan Likuiditas (*Cash Ratio*) terhadap Volatilitas EBITDA

Kepemilikan Institusional tidak terbukti memoderasi hubungan antara likuiditas dan risiko operasional (β = 0,1123; *p* = 0,137). Hal ini mengindikasikan bahwa kebijakan likuiditas merupakan aspek teknis manajemen kas internal yang bersifat rutin. Investor institusional lebih cenderung berfokus pada pengawasan kebijakan strategis jangka panjang daripada mencampuri pengelolaan aset lancar harian.

Temuan ini sejalan dengan penelitian Akbar et al. (2021) yang menunjukkan bahwa mekanisme tata kelola sering kali tidak memiliki interaksi langsung dengan variabel likuiditas dalam memitigasi risiko operasional, karena ketersediaan kas lebih dipengaruhi oleh siklus bisnis dan kebutuhan modal kerja jangka pendek entitas. Selain itu, hasil ini mendukung pandangan Huang et al. (2023) bahwa efektivitas likuiditas dalam menjaga stabilitas laba merupakan hasil dari efisiensi manajerial internal yang bersifat independen terhadap struktur kepemilikan luar.

Moderasi KI pada Hubungan Operating Cash Flow terhadap Volatilitas EBITDA

Kepemilikan Institusional tidak terbukti memoderasi hubungan antara arus kas operasi dan risiko operasional (β = −0,0270; *p* = 0,964). Nilai signifikansi yang sangat tinggi ini menunjukkan bahwa aliran kas operasional merupakan output dari efisiensi manajemen internal yang bersifat teknis dan lebih banyak dipengaruhi oleh determinan fundamental industri. Investor institusional cenderung melakukan pengawasan pada level kebijakan strategis, bukan pada volatilitas arus kas harian (Yoewono & Roziq 2024; Wicaksono et al. 2024).

Moderasi KI pada Hubungan Struktur Modal (DER) terhadap Volatilitas EBITDA

Hasil pengujian model interaksi menunjukkan bahwa Kepemilikan Institusional tidak terbukti memoderasi hubungan antara struktur modal dan risiko operasional (β = 0,3989; p-value = 0,107). Temuan ini mengindikasikan bahwa pengaruh leverage dalam menstabilkan volatilitas EBITDA bersifat konsisten, terlepas dari tinggi atau rendahnya proporsi kepemilikan institusional di dalam perusahaan. Hal ini mempertegas bahwa fungsi disiplin utang (*debt monitoring*) bekerja secara otomatis melalui tekanan kewajiban pembayaran beban tetap kepada kreditur, sehingga pengawasan tambahan dari investor institusional tidak memberikan dampak interaksi yang signifikan terhadap profil risiko operasional entitas. Temuan ini sejalan dengan penelitian Pane & Rahmadhani (2021) yang menyatakan bahwa efektivitas struktur modal dalam mengendalikan risiko lebih ditentukan oleh kebijakan pendanaan internal dan kepatuhan terhadap kontrak utang. Selain itu, hasil ini mendukung argumen Kandel et al. (2024) bahwa peran tata kelola melalui kepemilikan institusional cenderung berfokus pada kinerja pasar jangka panjang dibandingkan mencampuri hubungan teknis antara struktur keuangan dan volatilitas operasional harian perusahaan.

Tabel 5. Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

H	Hipotesis	Hasil	Keputusan
H1	Growth Opportunity → Risiko Operasional	β=0.413; p=0.040	Didukung ✓
H2	Operating Cash Flow → Risiko Operasional	β=0.330; p=0.045	Didukung ✓
H3	Likuiditas → Risiko Operasional	β=-0.018; p=0.043	Didukung ✓
H4	Struktur Modal → Risiko Operasional	β=-0.132; p=0.008	Didukung (arah negatif) ✓
H5	KI memoderasi GO → Risiko Operasional	β=0.703; p=0.044	Didukung ✓
H6	KI memoderasi CR → Risiko Operasional	β=0.112; p=0.137	Tidak Didukung ✗
H7	KI memoderasi OCF → Risiko Operasional	β=-0.027; p=0.964	Tidak Didukung ✗

This is an Creative Commons License This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License

H8	KI memoderasi DER → Risiko Operasional	β=0.399; p=0.107	Tidak Didukung ✗

Sumber: Diolah dari hasil estimasi Stata 17 (2026)

Kesimpulan

Penelitian ini menganalisis pengaruh *growth opportunity*, *operating cash flow*, likuiditas, dan struktur modal terhadap risiko operasional (volatilitas EBITDA) serta peran moderasi kepemilikan institusional pada perusahaan sektor *Consumer Non-Cyclicals* di Papan Utama BEI periode 2021–2025 (180 observasi, 36 perusahaan). Berdasarkan hasil analisis MRA dengan *Robust Standard Errors*, dapat ditarik tiga kesimpulan utama.

Pertama, *growth opportunity* dan *operating cash flow* terbukti sebagai determinan peningkat risiko yang signifikan. Agresivitas ekspansi dan variabilitas arus kas memperlebar volatilitas EBITDA, mengindikasikan bahwa pertumbuhan dan likuiditas yang tidak dikelola stabilitasnya justru dapat menjadi sumber risiko operasional.

Kedua, likuiditas dan struktur modal terbukti berperan sebagai peredam risiko (*financial buffer*) yang efektif. *Cash ratio* yang tinggi memberikan fleksibilitas operasional, sementara leverage yang terukur mendisiplinkan manajer melalui *debt monitoring effect*, yang secara keseluruhan menjaga stabilitas EBITDA.

Ketiga, dari sisi moderasi, kepemilikan institusional hanya terbukti memperkuat pengaruh *growth opportunity* terhadap risiko operasional (H5), mengindikasikan bahwa investor institusional memberikan legitimasi terhadap pengambilan risiko strategis demi pertumbuhan jangka panjang. Kepemilikan institusional tidak mampu memoderasi pengaruh *operating cash flow*, likuiditas, dan struktur modal (H6–H8), menunjukkan bahwa dampak variabel-variabel teknis tersebut terhadap risiko operasional bersifat mandiri dan lebih didominasi oleh mekanisme pasar serta kebijakan manajerial internal.

Implikasi Penelitian

Implikasi Teoritis. Studi ini memperkaya literatur manajemen risiko dengan memberikan bukti empiris bahwa *debt monitoring effect* bersifat mandiri dan tidak dipengaruhi kepemilikan institusional, serta memperjelas batas peran GCG sebagai moderator risiko operasional dalam konteks sektor Consumer *Non-Cyclicals* pasar berkembang.

Implikasi Manajerial. Bagi manajer, temuan ini menekankan pentingnya menjaga *stability* (bukan hanya besaran) arus kas operasional dan cash ratio sebagai instrumen mitigasi risiko utama. Investasi pada tata kelola yang hanya bersifat simbolik (sekadar meningkatkan proporsi kepemilikan institusional) tidak cukup untuk meredam risiko teknis operasional. Bagi investor institusional, temuan H5 mengimplikasikan pentingnya pengawasan aktif terhadap kebijakan ekspansi manajemen agar risiko pertumbuhan tidak berlebih.

Keterbatasan dan Arah Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, nilai R^2 sebesar 20,36% menunjukkan masih terdapat determinan risiko operasional di luar model yang belum diidentifikasi. Kedua, sampel terbatas pada sektor Consumer *Non-Cyclicals* Papan Utama BEI sehingga generalisasi ke sektor lain perlu dilakukan dengan kehati-hatian. Ketiga, proksi volatilitas EBITDA bersifat backward-looking sehingga tidak menangkap dimensi risiko operasional berbasis kualitatif.

Penelitian selanjutnya disarankan untuk: (1) memperluas sampel lintas sektor guna menguji generalisabilitas temuan; (2) mengeksplorasi proksi GCG yang lebih beragam (independensi dewan komisaris, kualitas komite audit); (3) menggunakan metode dynamic panel (GMM) untuk mengatasi potensi endogenitas; dan (4) memasukkan dimensi risiko operasional berbasis ESG yang semakin relevan dalam konteks keberlanjutan bisnis.

This is an Creative Commons License This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License

Referensi

Akbar, A., Akbar, M., Nazir, M., Poulova, P., & Ray, S. (2021). Does working capital management influence operating and market risk of firms? *Risks*, *9*(11). https://doi.org/10.3390/risks9110201

Alshehadeh, A. R., Elrefae, G. A., Ali El Qirem, I., Al-Khawaja, H. A., & Hatamleh, H. M. (2024). Capital structure: Its effects on earnings volatility, cash flows, and financial performance in commercial banks. International Journal of Advanced and Applied Sciences, 11(10), 131–139. https://doi.org/10.21833/ijaas.2024.10.015

Catanach, A. H. (2000). Advances in accounting. Vol. 17. Advances in Accounting, 17, 1–30.

Frame, W. S., McLemore, P., & Mihov, A. (2020). Haste Makes Waste: Banking Organization Growth and Operational Risk. Federal Reserve Bank of Dallas, Working Papers, 2020(2023). https://doi.org/10.24149/wp2023

Gamba, A., & Triantis, A. J. (2020). Corporate Risk Management: Integrating Liquidity, Hedging, and Operating Policies. http://ssrn.com/abstract=1475154Electroniccopyavailableat:http://ssrn.com/abstract=1475154

Hendi, & Wulandari, W. (2023). Pengaruh CSR, Growth, Profitability, Firm Size, Financial Leverage Terhadap Risiko Operasional. Jurnal Ekuilnomi, 5(2), 245–255. https://doi.org/10.36985/ekuilnomi.v5i2.733

Huang, K., Zhang, L., & Shan, Y. (2023). The Effect of Operating Risk (Cash Flow Volatility) on Capital Structure: A Survey of the Literature (pp. 1428–1437). https://doi.org/10.2991/978-94-6463-098-5_162

Indrakusuma, D. A., & Hayati, B. (2020). Analisis Pengaruh Perkembangan Indikator Sektor Keuangan Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Selama Tahun 1980-2019. Jurnal Dinamika Ekonomi Pembangunan, 3(2), 105–116.

Jbara, W. (2024). The Impact Of Cash Flow Classification On Financial Risk Assessment-A Study Applied To Industrial Firms Listed On The Stock Exchanges Of Palestine, Amman, And Gulf Cooperation Council Countries For The Period 2018-2022. An-Najah National University.

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 305–360.

Kandel, A., Karki, A., & Dahal, A. (2024). Determinants of Capital Structure: A Case of Nepalese Non-Financial Firms. In Nepalese Journal of Economics.

Mahaputra, I. N. K. A., Sudiartana, I. M., Bagiana, I. K., Primadona, I. A. L., & Murti, N. P. M. A. (2024). Pengaruh Tata Kelola Perusahaan terhadap Pengungkapan Manajemen Risiko: Peran Moderasi Komite Pemantau Risiko. Jurnal Ekonomi Bisnis, Manajemen Dan Akuntansi (Jebma), 4(3), 1281–1291.

Mlambo, C. (2024). Financial Development and Economic Growth: Evidence from Low-Income Nations in the SADC Region. International Journal of Financial Studies, 12(3). https://doi.org/10.3390/ijfs12030062

Ofori, B. S., Padi, A., & Musah, A. (2025). Corporate Governance Effectiveness, Operational Risk And Financial Performance Of Banks: The Role Of Firm Size. Economics - Innovative and Economics Research Journal, 13(2), 71–93. https://doi.org/10.2478/eoik-2025-0031

Pane, A. A., & Rahmadhani, S. N. (2021). Pengaruh Struktur Modal Dan Volatilitas Laba terhadap Kualitas Laba PT. Bank Sumut. JURNAL AKUNTANSI DAN BISNIS : Jurnal Program Studi Akuntansi, 7(1), 81–89. https://doi.org/10.31289/jab.v7i1.4476

Sugianto, F., Lago, Y., & Luna, L. (2023). State Law, Integral Economic Justice, And Better Regulatory Practices: Promoting Economic Efficiency In Indonesia. Global Legal Review, 3(2), 445–460. https://doi.org/10.19166/glr.v3i2.6552

Swarte, W., Lindrianasari, L., Prasetyo, T. J., Sudrajat, S., & Darma, F. (2020). Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Tata Kelola Perusahaan Terhadap Pengungkapan Manajemen Risiko. Ekuitas (Jurnal Ekonomi Dan Keuangan), 3(4), 505–523. https://doi.org/10.24034/j25485024.y2019.v3.i4.4205

This is an Creative Commons License This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License

Syadali, R., Segaf, & Parmujianto. (2023). Risk management strategy for the problem of borrowing money for Islamic commercial banks. Enrichment: Journal of Management , 13(2), 1227–1236.

Tsintsadze, A., Glonti, V., Oniani, L., & Ghoghoberidze, T. (2019). Empirical Analysis of Financial and Non-Financial Risks of the Commercial Bank. European Journal of Sustainable Development, 8(2), 101. https://doi.org/10.14207/ejsd.2019.v8n2p101

Ulum, Z. S., Halim, E. H., Fitri, F., & Syamsuri, Abd. R. (2025). Pengaruh struktur modal, efisiensi operasional, dan pertumbuhan aset terhadap profitabilitas yang dimoderasi oleh good corporate governance pada sub sektor konstruksi yang terdaftar di BEI tahun 2019-2023. Jurnal Bisnis Mahasiswa, 5(5), 2396–2415. https://doi.org/10.60036/jbm.796

Utami, Y., Lestari, S., & Jati, D. P. (2026). Financial flexibility as a moderator of corporate governance effects on SME performance and risk: Evidence from the emerging market. Risk Governance and Control Financial Markets & Institutions, 16(1), 32. https://doi.org/10.22495/rgcv16i1p3

Wicaksono, D. A., Hariyanto, E., Santoso, S. B., & Dirgantari, N. (2024). Factors Affecting Financial Performance in *Non-Cyclicals* Consumer Sector Companies. Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Digital, 3(1), 173–188. https://doi.org/10.55927/ministal.v3i1.7753

Yoewono, H., & Roziq, M. (2024). Pengaruh Arus Kas Operasi, Profitabilitas, Dan Leverage Terhadap Manajemen Laba Dengan Kepemilikan Institusional Sebagai PemoderasI (Vol. 16).

Yuanisa, L., Hudayati, A., & Kasim, N. (2022). The effects of corporate governance on operational risk disclosure in Indonesian Islamic Banking corporate governance on operational risk disclosure in Indonesian Islamic Banking. Journal of Contemporary Accounting, 4(3), 139–150. https://doi.org/10.20885/jca.vol4.iss3art1

Yuliarti, F. D. (2020). Pengaruh Struktur Aktiva, Operating Leverage, Dan Growth Opportunity Terhadap Struktur Modal. Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen, 9(4), 1–21.

Zega, K. J. T. (2023). Tata Kelola Perusahaan Yang Baik Sebagai Mitigasi Risiko Manajemen Kinerja Organisasi. 117–130. https://doi.org/10.33541/mr.v3i2.5050

Zulfa, A., Novietta, L., & Azhar, M. K. S. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Moderasi. INOVATIF: Jurnal Ekonomi, Manajemen, Akuntansi, Bisnis Digital Dan Kewirausahaan, 1(4), 335–352. https://doi.org/10.55983/inov.v1i4.170

This is an Creative Commons License This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License