Pengaruh Tata Kelola dan Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan BUMN yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2024

Disusun Oleh:

Nama : Rahma Fidela Noviyani, S.T.

No. Mahasiswa : 23911009

FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
UNIVERSITAS ISLAM INDOESIA
D.I. YOGYAKARTA
2025

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

Saya yang bertanda tangan dibawah ini :

Nama : Rahma Fidela Noviyani, S.T.

NIM : 23911009

Fakultas : Bisnis dan Ekonomika

Jurusan : Magister Manajemen

Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam penulisan tesis ini tidak pernah terdapat karya yang diajukan untuk memperoleh gelar di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis didalam naskah ini disebutkan dalam referensi. Apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, maka saya bersedia menerima hukuman/sanksi apapun sesuai ketentuan yang berlaku.

Yogyakarta, 23 Desember 2025

Penulis,



(Rahma Fidela Noviyani, S.T.)

HALAMAN PENGESAHAN

Yogyakarta,

Telah diterima dan disetujui dengan baik oleh :

Dosen Penguji I	Dosen Penguji II
Prof. Dr. Drs. Sutrisno, MM	Abdul Moin, SE., MBA., M.Res., Ph.D.

BERITA ACARA UJIAN TESIS

Pada hari Kamis tanggal 8 Januari 2026 Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia telah mengadakan ujian tesis yang disusun oleh :

RAHMA FIDELA NOVIYANI

No. Mhs. : 23911009

Konsentrasi : Manajemen Keuangan Stratejik & Syariah

Dengan Judul:

PENGARUH TATA KELOLA DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KINERJA DAN NILAI PERUSAHAAN BUMN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2015-2024

Berdasarkan penilaian yang diberikan oleh Tim Penguji,
maka tesis tersebut dinyatakan **LULUS**

Penguji I	Penguji II
Prof. Dr. Drs. Sutrisno, MM	Abdul Moin, SE., MBA., M.Res., Ph.D.

Mengetahui
Ketua Program Studi Magister Manajemen,

Anjar Priyono, SE., M.Si., Ph.D

KATA PENGANTAR

Assalamualaikum wr.wb

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah Subhanahu Wa Ta'ala, atas rahmat, rahim dan karunia Sang Khaliq serta kepada Baginda Tercinta Rasullullah Shallallahu 'Alaihi Wasallam, sehingga penulis di mudahkan dan diberi ketenangan agar dapat menyelesaikan Thesis ini dengan baik dan semoga bermanfaat. Shalawat serta salam semoga tetap terlimpah curahkan kepada baginda kanjeng Nabi agung Muhammad Shallallahu Alaihi Wasallam yang telah memberi syafaat terus menerus kepada semua umat Islam.

Penyusunan Tesis yang berjudul "Pengaruh Tata Kelola dan Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan BUMN yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2024" yang disusun sebagai bagian dari persyaratan untuk menyelesaikan pendidikan strata dua (S-2) pada program studi Magister Manajemen di Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia.

Proses penyusunan Tesis ini tidak lepas dari dukungan berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih kepada:

1. Bapak Budi Nawanto dan Ibu Puji Rahayu sebagai orang tua penulis. Terima kasih telah memberikan dukungan serta doa yang selalu mengiringi anak mu.
2. Bapak Prof. Dr. Drs. Sutrisno, M.M selaku dosen pembimbing Thesis.

Semoga Allah selalu melimpahkan berkah, rahmat dan hidayah-Nya yang telah membantu peneliti dalam segala hal. Dalam hal ini, peneliti juga menyadari bahwa Tesis ini masih jauh dari sempurna karena itu saran dan kritik masih diperlukan dalam penyempurnaan Tesis ini.

Wassalamualaikum wr.wb

Penulis

(Rahma Fidela Noviyani, S.T.)

DAFTAR ISI

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME i
LEMBAR PENGESAHAN ii
BERITA ACARA iii
KATA PENGANTAR iv
DAFTAR ISI v
DAFTAR GAMBAR vii
DAFTAR TABEL viii
ABSTRAK ix
ABSTRACT x
PENDAHULUAN 1
1.1 Latar Belakang 1
1.2 Rumusan Masalah 11
1.3 Tujuan Penelitian 12
1.4 Manfaat Penelitian 13
KAJIAN PUSTAKA 14
2.1 Teori Keagenan 14
2.2 Kinerja Perusahaan 15
2.3 Nilai Perusahaan 17
2.4 Tata Kelola Perusahaan 18
2.5 Struktur Kepemilikan 24
2.6 Ukuran Perusahaan 28
2.7 Leverage 29
2.8 Pengembangan Hipotesis 29
2.9 Kerangka Konsep Penelitian 38
METODE PENELITIAN 40
3.1 Populasi dan Sampel 40
3.2 Data dan Sumber Data 41
3.3 Variabel Penelitian 41
3.4 Metode Analisis Data 46
HASIL DAN PEMBAHASAN 54

4.1 Hasil Pengumpulan Data 54
4.2 Statistik Deskriptif 55
4.3 Uji Regresi Data Panel 62
4.3.1 Model Estimasi Regresi Data Panel 62
4.3.2 Metode Pemilihan Model Estimasi Regresi Data Panel 67
4.4 Uji Asumsi Klasik 70
4.4.1 Uji Multikolinieritas 71
4.4.2 Uji Heterokedastisitas 72
4.4.3 *White Robust Standard Errors* 74
4.5 Hasil Analisis Regresi Data Panel 76
4.6 Uji Hipotesa 79
4.6.1 Uji T (Uji Parsial) 79
4.6.2 Uji F (Uji Simultan) 88
4.6.3 Uji Koefisien Determinasi (R^2) 89
4.7 Pembahasan 91
4.7.1 Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan 91
4.7.2 Pengaruh Dewan Komisaris Independen terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan 93
4.7.3 Pengaruh Komite Audit terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan BUMN di Indonesia 94
4.7.4 Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan BUMN di Indonesia 95
4.7.5 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan BUMN di Indonesia 96
4.7.6 Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan BUMN di Indonesia 97
KESIMPULAN DAN SARAN 100
5.1 Kesimpulan 100
5.2 Saran 102
5.3 Keterbatasan Penelitian 104
DAFTAR PUSTAKA 106
LAMPIRAN 123

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Konseptual 39
Gambar 3.1 Proses Pemilihan Model Dalam Data Panel 48

DAFTAR TABEL

Tabel 4.1 Hasil Seleksi Sampel Berdasarkan Metode Purposive Sampling 54
Tabel 4.2 Statistik Deskriptif.....56
Tabel 4.3 ROA Common Effect Model 63
Tabel 4.4 Tobin's Q Common Effect Model.....63
Tabel 4.5 ROA Fixed Effect Model 64
Tabel 4.6 Tobin's Q Fixed Effect Model 64
Tabel 4.7 ROA Random Effect Model.....65
Tabel 4.8 Tobin's Q Random Effect Model.....66
Tabel 4.9 Hasil Uji Chow ROA 67
Tabel 4.10 Hasil Uji Chow Tobin's Q.....68
Tabel 4.11 Hasil Uji Hausman ROA.....69
Tabel 4.12 Hasil Uji Hausman Tobin's Q.....69
Tabel 4.13 Hasil Uji Multikolinearitas.....72
Tabel 4.14 Hasil Uji Heterokedastisitas ROA.....73
Tabel 4.15 Hasil Uji Heterokedastisitas Tobin's Q.....73
Tabel 4.16 Random Effect ROA dengan White Robust Standard Errors 74
Tabel 4.17 Random Effect Tobin's Q dengan White Robust Standard Errors.....75
Tabel 4.18 Model Regresi ROA.....77
Tabel 4.19 Model Regresi Tobin's Q.....78
Tabel 4.20 Uji T ROA.....79
Tabel 4.21 Uji T Tobin's Q.....84
Tabel 4.22 Uji F ROA 88
Tabel 4.23 Uji F Tobin's Q 89
Tabel 4.24 Uji Koefisien Determinasi (R^2) ROA.....90
Tabel 4.25 Uji Koefisien Determinasi (R^2) Tobin's Q.....90

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh tata kelola perusahaan dan struktur kepemilikan terhadap kinerja serta nilai perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2015–2024. Variabel tata kelola yang digunakan meliputi ukuran dewan komisaris, proporsi dewan komisaris independen, dan keberadaan komite audit. Sementara itu, variabel struktur kepemilikan terdiri atas kepemilikan pemerintah, kepemilikan institusional, dan kepemilikan asing. Kinerja perusahaan diukur menggunakan *Return on Assets* (ROA), sedangkan nilai perusahaan diukur dengan rasio Tobin's Q. Sampel penelitian terdiri dari 19 perusahaan BUMN yang dipilih melalui metode *purposive sampling*. Teknik analisis data menggunakan regresi linear berganda dengan bantuan perangkat lunak EViews. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris, dewan komisaris independen dan komite audit tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA maupun Tobin's Q. Kepemilikan pemerintah dan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, tetapi tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Sementara itu, kepemilikan asing berpengaruh positif signifikan baik terhadap kinerja maupun nilai perusahaan. Variabel kontrol menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kinerja, namun berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Selain itu, leverage (DER) berpengaruh negatif signifikan terhadap profitabilitas namun tidak terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menegaskan bahwa struktur kepemilikan, khususnya kepemilikan asing, memiliki peran penting dalam mendorong peningkatan kinerja dan nilai perusahaan BUMN.

Kata Kunci: tata kelola perusahaan, struktur kepemilikan, kinerja perusahaan, nilai perusahaan, BUMN

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of corporate governance mechanisms and ownership structure on firm performance and firm value of state-owned enterprises (SOEs) listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the period 2015–2024. Corporate governance variables include the size of the board of commissioners, the proportion of independent commissioners, and the presence of an audit committee. Ownership structure variables consist of government ownership, institutional ownership, and foreign ownership. Firm performance is measured using Return on Assets (ROA), while firm value is measured using Tobin's Q. The sample comprises 19 SOEs selected through purposive sampling. Data analysis was conducted using multiple linear regression with the EViews software. The findings reveal that the size of the board of commissioners, the proportion of independent commissioners and audit committee presence do not significant affect either firm performance or firm value. Government ownership and institutional ownership have a positive and significant effect on firm value but show no significant influence on firm performance. In contrast, foreign ownership demonstrates a positive and significant effect on both firm performance and firm value. The control variables indicate that firm size has no significant effect on performance but negatively affects firm value, whereas leverage (DER) negatively and significantly influences profitability yet does not affect firm value. These results highlight the important role of ownership structure—particularly foreign ownership—in enhancing the performance and value of Indonesian SOEs.

Keywords: corporate governance mechanisms, ownership structure, firm performance, firm value, SOEs

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Kinerja seluruh sektor industri di Indonesia selalu ditingkatkan setiap tahunnya demi mendukung kenaikan produksi dan kelancaran dalam mendistribusikan pasokan barang dan jasa. Pemerintah mengupayakan berbagai cara untuk menggerakkan pertumbuhan ekonomi agar dapat menjadi lebih baik daripada sebelumnya. Tujuan utama dalam kebijakan pembangunan industri di Indonesia yaitu menjadi negara industri yang berkualitas tinggi dan secara efektif dapat memanfaatkan sumber daya alam yang telah tersedia. Untuk meraih tujuan tersebut, pemerintah menanam saham di beberapa perusahaan. Perusahaan negara adalah entitas bisnis yang sebagian besar atau seluruh sahamnya dimiliki oleh pemerintah, baik pemerintah pusat maupun daerah. Di Indonesia sendiri, perusahaan negara dikenal dengan nama Badan Usaha Milik Negara (BUMN) dan Badan Usaha Milik Daerah (BUMD). Perusahaan negara di Indonesia terdiri dari berbagai sektor, baik itu sektor keuangan maupun non-keuangan. Keberadaan perusahaan negara menjadi krusial karena berperan besar sebagai ujung tombak dalam rangka memajukan perekonomian di Indonesia dan menyejahterakan masyarakat yang dapat dilihat dari luasnya lapangan pekerjaan yang disediakan di dalam dua jenis badan usaha tersebut (Natapermana, Yadiati, & Nurhayati, 2020).

Pada tahun 2023, jumlah Badan Usaha Milik Negara (BUMN) di Indonesia telah mengalami penurunan dari tahun sebelumnya. Hingga Oktober 2023, terdapat 65 BUMN yang beroperasi, turun dari 74 BUMN pada Desember 2022. Penurunan ini disebabkan oleh berbagai aksi korporasi yang dilakukan oleh Kementerian BUMN, termasuk penggabungan dan pembubaran beberapa perusahaan (Kementrian BUMN,

2023). Sementara itu, untuk Badan Usaha Milik Daerah (BUMD), meskipun data spesifik tahun 2023 tidak disebutkan secara langsung dalam hasil pencarian, pada umumnya setiap provinsi dan kabupaten/kota di Indonesia memiliki beberapa BUMD yang bergerak di berbagai sektor ekonomi lokal (bisnis.com, 2023). Secara keseluruhan, jumlah BUMN dan BUMD dapat berubah-ubah setiap tahunnya tergantung pada kebijakan restrukturisasi dan efisiensi yang diterapkan oleh pemerintah pusat dan daerah. Informasi terbaru dan terperinci mengenai jumlah BUMD bisa diperoleh dari laporan tahunan masing-masing pemerintah daerah atau kementerian terkait.

Perusahaan milik negara (BUMN) memegang peranan penting dalam perekonomian nasional. Sebagai pelaku ekonomi yang ditugaskan untuk memberikan pelayanan publik sekaligus menghasilkan keuntungan bagi negara, BUMN menghadapi tantangan besar dalam menjaga kinerja keuangan yang sehat sekaligus menerapkan prinsip tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance*/GCG). Transparansi, akuntabilitas, dan efisiensi dalam pengelolaan perusahaan menjadi kunci penting agar BUMN tetap kompetitif di tengah dinamika pasar global dan tekanan persaingan dari sektor swasta. Dalam beberapa tahun terakhir, isu tata kelola perusahaan di BUMN semakin menjadi sorotan publik. Banyak kasus yang menunjukkan bahwa lemahnya pengawasan dewan komisaris, kurang efektifnya peran komite audit, serta dominasi kepemilikan pemerintah tanpa keterlibatan signifikan dari investor institusional maupun asing dapat berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, tata kelola yang baik serta struktur kepemilikan yang tepat diyakini dapat memberikan pengaruh terhadap peningkatan kinerja BUMN, baik dari sisi profitabilitas maupun nilai pasar.

Berdirinya perusahaan pemerintah di Indonesia berkaitan dengan bagaimana cara meningkatkan kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan merupakan sebuah

gambaran bagi para investor terkait kondisi dan situasi keuangan perusahaan (Dewi, Sari, & Abaharis, 2018). Dalam mengukur kinerja perusahaan, laporan keuangan dapat digunakan untuk memberikan penjelasan terkait kondisi terkini perusahaan kepada investor. Perhitungan rasio profitabilitas dapat dipakai untuk mengukur kinerja perusahaan (Haris *et al*., 2019). Rasio profitabilitas menggambarkan seberapa mampu perusahaan untuk menghasilkan keuntungan atau laba (Erica, 2018). Semakin tinggi rasio profitabilitas maka kinerja perusahaan semakin baik. Kinerja perusahaan telah diteliti oleh Ghazali (2020) yang menjelaskan pengaruh tata kelola dan kepemilikan terhadap kinerja perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Malaysia. Variabel yang digunakan terdiri dari ukuran dewan, dewan independen, dualitas peran, rapat dewan, kepemilikan pemerintah, kepemilikan direksi, dan ukuran perusahaan.

Penerapan tata kelola perusahaan yang baik merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, dan secara simultan tata kelola yang efektif terbukti memberikan kontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan (Paramita & Ali, 2023). Nilai perusahaan kerap diproksikan dengan rasio Tobin's Q, karena rasio ini dapat digunakan untuk mengevaluasi informasi serta menggambarkan berbagai fenomena yang terjadi di dalam aktivitas perusahaan (Ferial *et al*., 2016). Peningkatan nilai perusahaan merupakan hal penting yang perlu menjadi fokus utama setiap perusahaan, mengingat nilai tersebut mencerminkan penilaian investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dan berkaitan langsung dengan harga saham (Tamrin & Maddatuang, 2019). Dalam praktik investasi, investor menjadikan nilai perusahaan sebagai salah satu dasar pertimbangan dalam menanamkan modal. Tingginya harga saham biasanya menandakan nilai perusahaan yang tinggi, sehingga meningkatkan kepercayaan pasar terhadap kinerja dan prospek perusahaan di masa mendatang. Sebagaimana dijelaskan oleh Mahendra, Sri Artini, dan Suarjaya (2012) bahwa harga

saham yang tinggi mencerminkan tingginya nilai perusahaan. Oleh karena itu, memaksimalkan nilai perusahaan merupakan hal yang penting karena berkaitan dengan pencapaian tujuan utama perusahaan dan peningkatan kesejahteraan pemiliknya. Nilai perusahaan yang tinggi dapat dicapai melalui pengelolaan organisasi yang efektif. Implementasi tata kelola perusahaan dirancang agar tujuan organisasi tercapai dan pihak manajemen dapat memperoleh informasi yang akurat dan tepat waktu.

Pemerintah dalam meningkatkan kinerja perusahaan harus memperhatikan dan menerapkan prinsip dari tata kelola dan struktur kepemilikan. Perusahaan kerap kali dihadapi dengan permasalahan keagenan ketika hendak menerapkan prinsip tata kelola di dalam perusahaan (Sarpong-Danquah *et al*., 2018). Menurut Masitoh dan Hidayah (2018), salah satu contoh permasalahan keagenan yakni ketika manajer yang bekerja bukan untuk kepentingan perusahaan namun untuk kepentingannya sendiri, kemudian pemilik utama perusahaan memutuskan untuk menggantikannya dengan orang-orang pilihannya sebagai upaya agar bisnis tetap jalan. Penerapan mekanisme tata kelola perusahaan diharapkan dapat mengendalikan permasalahan yang terjadi di dalam perusahaan. Berbagai kegiatan yang ada dalam mekanisme tata kelola perusahaan yaitu memastikan bahwa para dewan mengemban tanggung jawabnya masing-masing dan membuat keputusan yang adil untuk berbagai pihak, serta mengontrol kinerja perusahaan (Al Farooque, Buachoom, & Sun, 2020). Perusahaan diharapkan terbuka dalam melaksanakan kegiatan sehari-hari dan melindungi para pemangku kepentingan di dalamnya. Dalam jangka panjang, mekanisme tata kelola berguna untuk meningkatkan nilai perusahaan yang dapat menyejahterahkan pemegang saham (Husin, 2019).

Ukuran dewan menggambarkan jumlah keseluruhan anggota dewan direksi dan anggota dewan komisaris yang dimiliki suatu perusahaan (Tulung & Ramdani, 2018).

Pada dewan komisaris, ukuran ini menggambarkan fungsi mereka dalam melakukan pengawasan strategis, terlibat dalam proses penentuan keputusan, mengawasi manajemen, serta mendukung pelaksanaan kebijakan secara efektif. Dalam teori keagenan jika terjadi konflik kepentingan diharapkan dapat mengurangi asimetris informasi dan memastikan bahwa kebijakan manajemen sejalan dengan pemegang saham. Perusahaan bertujuan memaksimalkan nilai pemegang saham jadi dewan komisaris sebagai wakil para pemegang sagam dapat mengawasi dan memastikan kebijakan manajemen dan oprasional perusahaan. Pada peneliti Sutrisno dan Mohamad (2019), serta Lestari (2021) menyatakan bahwa semakin besar ukuran dewan komisaris maka semakin baik kinerja perusahaan karena tugas dewan komisaris mengawasi dan mengendalikan direksi sehingga dapat mengarahkan kerja direksi. Teori keagenan menekankan pentingnya pengendalian terhadap perilaku oportunistik manajemen guna menyelaraskan kepentingan pemegang saham dan manajer. Dengan demikian, sistem pengawasan dapat ditingkatkan agar manajer lebih efektif dalam mengelola perusahaan serta meminimalkan potensi penyimpangan dalam aktivitas manajemen. Berbeda dengan peneliti Utama dan Utama (2019), serta Jalaluddin (2021), pengaruh negatif pada dewan komisaris terjadi karena insentif yang tinggi diberikan oleh pemegang saham pengendali. Pada peneliti ukuran dewan komisaris tidak berkorelasi dengan kuantitas pengawasan dewan komisaris dan arahan dewan direksi karena buruknya komunikasi dan pengambilan keputusan yang biasanya terjadi di dewan yang besar serta tidak adanya kesepakatan mengenai rencana strategi dan anggaran jangka panjang.

Dewan independen menggambarkan jumlah keseluruhan anggota dewan independen di perusahaan, termasuk di dalamnya terdapat direktur independen dan komisaris independen (Ahmed *et al*., 2020). Dewan komisaris independen merupakan kunci utama dari mekanisme tata kelola perusahaan karena dapat memberikan keputusan

secara objektif dan netral, sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan (Schank, 2019). Semakin besar proporsi komisaris independen, semakin efektif pula proses pengawasan yang dilakukan serta semakin kuat arahan yang diberikan dalam meningkatkan efektivitas dewan direksi (Aiman & Rahayu, 2019). Adanya komisaris independen juga diharapkan dapat meminimalkan konflik kepentingan di dalam perusahaan dan memastikan perlindungan terhadap hak-hak pemegang saham (Saha, Moutushi, & Salauddin, 2018). Pratiwi (2022) menemukan bahwa komisaris independen berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, sementara Fadillah (2017) melaporkan adanya pengaruh negatif. Sebaliknya, Kartorahardjo (2022) menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara keduanya. Hu dan Tam (2012) membandingkan dalam sistem dewan independen di India dan Tiongkok bahwa terdapat konvergensi dalam infrastruktur lembaga formal dan regulasi guna pengembangan dewan yang lebih efektif dalam peran yang signifikan bagi direktur independen. Di Tiongkok, menggunakan pendekatan top-down yang melembagakan perubahan tata kelola perusahaan. Sedangkan, di India memainkan peran yang signifikan. Penelitian tersebut menilai bahwa dewan independen mempunyai kaliber tinggi dalam menjawab tantangan di India dan Tiongkok. Sejalan dengan itu, Thenmozhi M. dan Aghila Sasidharan (2020) menemukan bahwa dewan komisaris independen memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Komite audit merupakan mekanisme penting dalam tata kelola perusahaan sebagaimana diatur dalam POJK No. 55. Komite ini dibentuk oleh dewan komisaris dan melaksanakan tugasnya melalui kegiatan seperti rapat, diskusi internal, serta penyampaian laporan mengenai aktivitas mereka kepada dewan komisaris. Komite audit juga memastikan bahwa laporan keuangan mencerminkan kondisi sebenarnya dan telah diaudit oleh auditor eksternal. Menurut Kallamu dan Saat (2015) komite audit juga harus

menjaga kepentingan pemilik saham dengan melakukan fungsi pengawasan pengelolaan perusahaan. Pada akhirnya, peneliti dan pembuat kebijakan meyakini bahwa tanggung jawab pengawasan komite audit menjadi elemen krusial pada semua sistem tata kelola perusahaan. Komite audit diperlukan untuk dapat mengawasi laporan keuangan, kinerja dari auditor internal maupun eksternal yang terlibat dalam penyajian laporan keuangan (Kurniawan & Fadjrih, 2020). Komite audit memiliki tanggung jawab dalam memastikan integritas, transparansi, dan akuntabilitas dalam proses pelaporan keuangan, juga diharapkan dapat memperkuat fungsi pengawasan internal perusahaan. Beberapa penelitian seperti Shanti (2020), Wardati *et al*. (2021), dan Fitri *et al*. (2021), menemukan bahwa komite audit berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan.

Kepemilikan pemerintah menggambarkan besar kecilnya proporsi saham yang dimiliki oleh pemerintah di perusahaan (Indarwati, 2018). Sebagai pemegang saham, pemerintah turut berperan dalam proses penentuan keputusan strategis perusahaan, sehingga perusahaan diharapkan mampu menerapkan praktik tata kelola yang baik guna mendorong peningkatan kinerjanya (Putra & Suardana, 2019). Pasar akan lebih menghargai perusahaan yang dapat mengaplikasikan tata kelola perusahaan di dalam kegiatan sehari-harinya. Sihombing (2022) menemukan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Namun, penelitian Moore, Paskelian, Bell, dan Creek (2019) menunjukkan hasil berbeda, di mana kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, berdasarkan data dari China Stock Market and Accounting Research (CMSAR) dan Bankscope, dengan ukuran kinerja berupa *return on assets*, *return on equity*, dan *net interest margin*. Sementara itu, H. Tjahjadi (2020) melaporkan bahwa kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Berbeda dengan itu, Hersugondo (2018)

menyimpulkan bahwa kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kepemilikan institusional memiliki peranan penting dalam menekan konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham. Kepemilikan ini merujuk pada porsi saham yang dimiliki oleh lembaga atau institusi, seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, serta institusi lainnya. Suryani (2018) mengemukakan bahwa kepemilikan institusional berdampak positif terhadap kinerja perusahaan, sementara penelitian oleh Puspita dan Patuh (2017) menunjukkan pengaruh negatif. Kepemilikan institusional dianggap mampu meningkatkan kualitas pengawasan sehingga memainkan peranan signifikan dalam pemantauan manajemen, yang pada akhirnya dapat mendorong peningkatan nilai perusahaan. Menurut Widianingsih (2018), kepemilikan institusional diukur berdasarkan persentase pemegang saham institusional pada akhir tahun. Keterlibatan aktif investor institusional juga mendorong perusahaan untuk memberikan informasi secara lebih transparan dan akuntabel kepada seluruh pemangku kepentingan (Wicaksono *et al*., 2023). Sejalan dengan teori keagenan, dominasi kepemilikan institusional dapat mengurangi ruang bagi manajemen untuk melakukan manipulasi laporan keuangan serta memperkuat mekanisme pengawasan. Kondisi ini pada akhirnya meningkatkan kepercayaan investor dan turut berdampak pada kenaikan nilai perusahaan (Wiguna, 2019; Aliyah & Hermanto, 2020). Temuan Fitriyah *et al*. (2023) dan Anggraini (2021) menunjukkan pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Namun, hasil penelitian Natalia *et al*. (2022) serta Kosasih dan Mungniyati (2022) menunjukkan tidak adanya pengaruh signifikan. Studi Feng Kao *et al*. (2018) menemukan bahwa struktur kepemilikan—meliputi kepemilikan institusional dan asing—serta variabel kontrol Big Four berkorelasi positif dan signifikan dengan kinerja perusahaan yang diukur melalui Tobin’s Q, ROE, ROA, dan

MBVE. Berbeda dengan itu, penelitian Nazir dan Talat (2018) menunjukkan korelasi negatif antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan (ROA, Tobin's Q, EVA), sementara kepemilikan asing justru memiliki korelasi positif terhadap nilai perusahaan.

Dalam struktur kepemilikan, saham yang dimiliki oleh pihak asing merupakan aspek penting yang dapat memengaruhi nilai dan kinerja perusahaan. Proporsi kepemilikan ini menunjukkan jumlah saham yang dimiliki oleh investor asing. Umumnya, investor asing membawa pengalaman manajerial yang luas, jaringan internasional yang lebih berkembang, serta praktik tata kelola yang lebih efektif. Oleh sebab itu, keberadaan pemegang saham asing sering dihubungkan dengan peningkatan nilai perusahaan dan efisiensi operasional, termasuk pada BUMN. Sejumlah penelitian empiris menunjukkan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Utama dan Zulfikar (2019) menemukan bahwa kepemilikan asing memiliki pengaruh signifikan positif terhadap ROA dan Tobin's Q, yang menandakan adanya peningkatan efisiensi dan nilai pasar akibat kehadiran investor asing. Sementara itu, Suto dan Toshino (2020) menegaskan bahwa perusahaan dengan kepemilikan asing cenderung lebih transparan dalam pelaporan keuangan serta memiliki sistem pengawasan internal yang lebih kuat, sehingga mendorong profitabilitas yang lebih baik.

Kebaruan penelitian ini muncul dari replikasi penelitian Ghazali (2020), yang sebelumnya meneliti perusahaan non-keuangan di Malaysia yang terdaftar di Bursa Malaysia. Penelitian ini secara khusus berfokus pada perusahaan BUMN yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, mencakup sektor keuangan maupun non-keuangan. Meskipun hubungan antara tata kelola perusahaan dan struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan telah banyak dikaji pada sektor swasta, penelitian yang mengkaji fenomena tersebut pada BUMN yang menjadi emiten di BEI masih relatif terbatas. Hal ini menarik untuk diteliti lebih lanjut, mengingat karakteristik kepemilikan BUMN yang unik—di

mana negara menjadi pemegang saham mayoritas—serta keterlibatan pihak asing dan institusional dalam struktur kepemilikannya. Selain itu, penelitian dilakukan di Indonesia dengan menganut sistem dua tingkat, di mana terdapat pemisahan terkait tugas yang dijalankan oleh dewan direksi ataupun dewan komisaris.

Berdasarkan uraian latar belakang penelitian yang telah dipaparkan, penelitian ini memiliki urgensi yang tinggi karena peran strategis Badan Usaha Milik Negara (BUMN) dalam perekonomian Indonesia. BUMN tidak hanya berfungsi sebagai penyedia layanan publik tetapi juga sebagai pendorong utama perekonomian dengan kontribusi besar dalam lapangan pekerjaan dan stabilitas ekonomi. Namun, dengan adanya penurunan jumlah BUMN dalam beberapa tahun terakhir, hal ini menunjukkan adanya tantangan besar dalam mempertahankan kinerja dan efisiensi perusahaan-perusahaan ini. Proses penyederhanaan dan restrukturisasi yang dilakukan oleh Kementerian BUMN mengisyaratkan perlunya kajian lebih komprehensif mengenai faktor-faktor yang memengaruhi kinerja dan nilai BUMN, terutama terkait penerapan tata kelola yang baik dan struktur kepemilikan yang efektif.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya, hubungan antara tata kelola perusahaan—meliputi ukuran dewan komisaris, proporsi komisaris independen, serta keberadaan komite audit—dengan kinerja dan nilai perusahaan masih menunjukkan hasil yang kontroversial dan tidak konsisten. Penelitian ini berupaya memperjelas keterkaitan tersebut dengan mengarahkan fokus pada perusahaan BUMN yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2015–2024, yakni masa yang identik dengan berbagai kebijakan restrukturisasi dan transformasi BUMN oleh pemerintah. Selain itu, aspek lain seperti kepemilikan pemerintah, institusional, dan asing, yang memiliki peranan penting dalam proses pengambilan keputusan dan pengawasan BUMN, juga perlu dievaluasi lebih dalam.

Dalam penelitian ini, kinerja perusahaan diukur menggunakan ROA, sementara nilai perusahaan diukur menggunakan rasio Tobin's Q. Penelitian ini diharapkan mampu memberikan pemahaman yang lebih komprehensif terkait pengaruh elemen-elemen tata kelola terhadap kinerja maupun nilai perusahaan, sehingga dapat menjadi dasar rekomendasi kebijakan dalam pengelolaan BUMN di Indonesia. Hasil penelitian ini diharapkan pula dapat memberi kontribusi terhadap peningkatan kualitas tata kelola pada sektor publik, yang pada akhirnya dapat memperkuat efisiensi dan daya saing BUMN baik di pasar domestik maupun internasional. Berdasarkan demikian, penelitian ini bukan hanya relevan bagi pengembangan teori manajemen dan tata kelola perusahaan, tetapi juga memberikan manfaat praktis dalam merancang kebijakan yang lebih efektif di sektor BUMN untuk mendukung pertumbuhan ekonomi nasional.

Berdasarkan studi terdahulu dan latar belakang yang telah dijelaskan, penelitian ini dimaksudkan untuk menganalisis kinerja perusahaan yang diukur menggunakan return on assets serta nilai perusahaan yang diproksikan melalui Tobin's Q. Kedua variabel dependen tersebut akan ditinjau dari pengaruh variabel independen yang mencerminkan tata kelola perusahaan, yaitu ukuran dewan komisaris, proporsi komisaris independen, dan keberadaan komite audit, serta struktur kepemilikan yang meliputi kepemilikan pemerintah, institusional, dan asing. Selain itu, ukuran perusahaan dan leverage digunakan sebagai variabel kontrol. Penelitian ini mengusung judul "Pengaruh Tata Kelola dan Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan BUMN yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015–2024."

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang diatas, maka perumusan masalah dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah terdapat pengaruh ukuran dewan komisaris terhadap kinerja dan nilai perusahaan BUMN di Indonesia?
2. Apakah terdapat pengaruh dewan komisaris independen terhadap kinerja dan nilai perusahaan BUMN di Indonesia?
3. Apakah terdapat pengaruh komite audit terhadap kinerja dan nilai perusahaan BUMN di Indonesia?
4. Apakah terdapat pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap kinerja dan nilai perusahaan BUMN di Indonesia?
5. Apakah terdapat pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja dan nilai perusahaan BUMN di Indonesia?
6. Apakah terdapat pengaruh kepemilikan asing terhadap kinerja dan nilai perusahaan BUMN di Indonesia?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah di atas, maka tujuan dilakukannya penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk mengetahui apakah ukuran dewan komisaris berpengaruh terhadap kinerja dan nilai perusahaan BUMN di Indonesia;
2. Untuk mengetahui apakah dewan komisaris independen berpengaruh terhadap kinerja dan nilai perusahaan BUMN di Indonesia;
3. Untuk mengetahui apakah komite audit berpengaruh terhadap kinerja dan nilai perusahaan BUMN di Indonesia;
4. Untuk mengetahui apakah kepemilikan pemerintah berpengaruh terhadap kinerja dan nilai perusahaan BUMN di Indonesia;
5. Untuk mengetahui apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kinerja dan nilai perusahaan BUMN di Indonesia; dan

6. Untuk mengetahui apakah kepemilikan asing berpengaruh terhadap kinerja dan nilai perusahaan BUMN di Indonesia.

1.4 Manfaat Penelitian

Adapun hasil dari penelitian diharapkan dapat bermanfaat bagi pihak-pihak berikut :

1. Bagi Akademik

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi sumber referensi tambahan bagi pihak-pihak yang ingin melakukan riset lebih lanjut dalam bidang serupa. Temuan serta pendekatan metodologis yang digunakan dapat dijadikan dasar bagi pengembangan penelitian lanjutan dengan cakupan yang lebih luas dan analisis yang lebih mendalam.

2. Bagi Praktis

Penelitian ini diharapkan memberi masukan bagi pemangku kepentingan dalam menyusun strategi untuk meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan melalui penerapan tata kelola serta struktur kepemilikan yang efektif. Selain itu, penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan informasi tambahan bagi investor mengenai pengaruh ukuran dewan komisaris, proporsi komisaris independen, komite audit, serta kepemilikan pemerintah, institusional, dan asing terhadap kinerja dan nilai perusahaan. Informasi tersebut dapat membantu investor dalam menilai kondisi perusahaan sebelum mengambil keputusan investasi guna memperoleh keuntungan yang optimal. Dengan meningkatnya kinerja perusahaan, seluruh pemangku kepentingan diharapkan turut merasakan manfaatnya. Secara umum, penelitian ini berkontribusi dalam memahami bagaimana meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan serta mengidentifikasi faktor-faktor yang memengaruhinya.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Teori Keagenan

Teori yang menjadi landasan utama dalam penelitian ini adalah teori keagenan (*agency theory*). Teori ini menggambarkan hubungan antara pemilik perusahaan (*principal*) dan manajemen sebagai pihak yang diberi kuasa untuk mengelola perusahaan (*agent*), di mana masing-masing pihak berupaya memaksimalkan *opportunity* yang dimiliki (Jensen & Meckling, 1976). Sebagaimana dijelaskan oleh Indrastuti (2021), agen bertugas mengoptimalkan kesejahteraan pemilik, namun mereka juga memiliki kepentingan individu yang berpotensi tidak sejalan dengan tujuan principal. Hal ini dapat memicu konflik keagenan. Oleh karena itu, pemegang saham biasanya menerapkan mekanisme kontrol tertentu untuk memastikan manajer tetap bekerja sesuai tujuan perusahaan dan tidak mengabaikan hak-hak utama pemilik.

Penelitian terdahulu banyak menunjukkan bahwa penerapan tata kelola yang baik mampu mengurangi konflik keagenan dan meningkatkan kinerja perusahaan. Misalnya, penelitian oleh Fama dan Jensen (1983) menegaskan bahwa struktur dewan komisaris yang efektif dapat mengawasi perilaku manajemen secara lebih optimal. Studi lain oleh Klapper dan Love (2004) menemukan bahwa perusahaan dengan praktik tata kelola yang lebih baik cenderung memiliki kinerja keuangan yang lebih tinggi, termasuk peningkatan profitabilitas seperti ROA. Penelitian di Indonesia juga mendukung temuan ini, yaknik Hermawan dan Maf'ulah (2014) menyatakan bahwa proporsi komisaris independen dan keberadaan komite audit yang aktif dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan transparansi dan pengawasan.

Selain itu, struktur kepemilikan juga berperan penting dalam penyelesaian konflik keagenan. Kepemilikan institusional, misalnya, dipandang mampu menjadi mekanisme monitoring yang efektif karena investor institusi memiliki kemampuan dan motivasi yang tinggi untuk mengawasi manajemen (Cornett *et al*., 2007). Kepemilikan pemerintah pada BUMN juga memberikan dinamika tersendiri. Beberapa studi menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah dapat meningkatkan stabilitas perusahaan, namun dalam beberapa kasus juga menimbulkan inefficiency akibat tujuan politik yang tidak sepenuhnya sejalan dengan tujuan profit perusahaan (Megginson dan Netter, 2001). Sementara itu, kepemilikan asing sering dikaitkan dengan efisiensi yang lebih tinggi karena perusahaan asing biasanya membawa standar tata kelola yang lebih ketat (Douma *et al*., 2006).

Berdasarkan berbagai temuan tersebut, teori keagenan menjadi dasar penting untuk memahami bagaimana mekanisme tata kelola dan struktur kepemilikan dapat memengaruhi kinerja dan nilai perusahaan. Penelitian ini mengadopsi teori tersebut untuk menelaah pengaruh tata kelola perusahaan dan struktur kepemilikan terhadap kinerja (ROA) dan nilai perusahaan (Tobin’s Q) pada BUMN di Indonesia, dengan harapan dapat memberikan pemahaman lebih dalam tentang bagaimana mekanisme pengawasan dan kepemilikan dapat meminimalkan konflik keagenan dan mendorong peningkatan nilai perusahaan.

2.2 Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan merupakan gambaran apakah kegiatan operasional perusahaan sudah sesuai dengan tujuan perusahaan atau belum (Saifi, 2019). Menurut Margaretha dan Afriyanti (2016), kinerja perusahaan adalah sebuah metode untuk mengukur seberapa baiknya kondisi perusahaan yang dilihat dari pencapaian pretasi perusahaan dalam satu periode. Dalam memenuhi kewajibannya terhadap pemangku

kepentingan dan mencapai tujuan perusahaan, maka perusahaan berusaha untuk mendapatkan keuntungan yang sebesar-besarnya. Besar kecilnya keuntungan yang diperoleh perusahaan nantinya akan mempengaruhi kinerja perusahaan. Meningkatnya kinerja perusahaan dapat dilihat dari perhitungan angka terkait rasio profitabilitas (Putra & Badjra, 2015).

Rasio profitabilitas menjelaskan tentang gambaran mengenai seberapa besar kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba (Napitupulu, 2019). Kinerja perusahaan dapat bergerak menuju arah yang lebih baik jika lebih mampu untuk menghasilkan laba dalam jumlah besar, sebagai pengaruh dari semakin tingginya rasio profitabilitas yang dicapai oleh perusahaan (Nurmasari & Sukmana, 2019). Menurut Assenga, Aly, dan Hussaney (2018), profitabilitas perusahaan dapat dinilai melalui rasio ROA dan ROE.

Dalam penelitian ini, kinerja perusahaan diukur menggunakan *Return on Assets* (ROA), yaitu rasio yang menilai efektivitas perusahaan dalam memanfaatkan seluruh asetnya untuk menghasilkan laba (Diana, 2016). ROA diperoleh dari perbandingan antara laba bersih setelah pajak dan total aset (Ahmed Haji, 2014). Indikator ROA ini dipilih karena didasari oleh karakteristik BUMN yang umumnya memiliki aset yang besar dan tidak hanya mengejar profit, tetapi juga dituntut untuk mengelola sumber daya negara secara efisien. Menurut Hermawan (2009), ROA lebih menggambarkan efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan total aset yang dimilikinya dibandingkan dengan ROE yang hanya melihat modal sendiri. Hal ini menjadikan ROA lebih sesuai untuk BUMN yang memperoleh dukungan modal dari negara dan memiliki misi sosial. Demikian pula, Sutrisno dan Mulyani (2019) dalam penelitian mereka pada BUMN sektor energi menyatakan bahwa ROA lebih sesuai untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan negara karena mencerminkan seberapa optimal aset negara digunakan untuk

menciptakan laba. Menurut Marsha dan Murtaqi (2017), kinerja perusahaan menjadi lebih baik jika memiliki nilai ROA yang tinggi karena perusahaan telah berhasil mengelola penggunaan aset atau aktivanya dalam menghasilkan keuntungan. Sementara itu, penelitian Aluchna dan Kaminski (2017) mengenai perusahaan non-keuangan di Warsaw Stock Exchange (WSE) menemukan bahwa konsentrasi kepemilikan berdampak negatif signifikan terhadap ROA, kepemilikan oleh pemegang saham terbesar kedua juga memberi pengaruh negatif, sedangkan kepemilikan oleh investor industri berpengaruh positif signifikan.

2.3 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan menjadi tujuan strategis jangka panjang karena peningkatan nilai tersebut berbanding lurus dengan naiknya kesejahteraan pemegang saham. Investor cenderung memilih perusahaan dengan nilai yang tinggi karena dianggap mampu memberikan tingkat kemakmuran yang lebih baik. Untuk itu, perusahaan harus memiliki visi dan misi yang jelas dalam meningkatkan kesejahteraan pemegang saham melalui optimalisasi kinerja perusahaan (Dwicahyani *et al*., 2022). Selain itu, nilai perusahaan juga menjadi faktor penting untuk menarik minat investor (Safari *et al*., 2018). Penelitian yang dilakukan (Yuliana, 2020), pengaruh kinerja saham perusahaan sangat erat terhadap nilai perusahaan. Lumoly *et al*., (2018) nilai perusahaan merupakan kinerja perusahaan yang divisualisasikan oleh pembentukan nilai saham serta cerminan pandangan masyarakat terhadap prospek perusahaan kedepannya. Salah satu indikator untuk mengukur nilai perusahaan adalah Tobin's Q.

Salah satu alat ukur nilai perusahaan yang umum digunakan adalah Tobin’s Q. Rasio ini dikenal luas dalam penelitian keuangan sebagai indikator kinerja (Dey & Banerjee, n.d.) dan dipandang sebagai ukuran yang berorientasi ke depan karena mampu memprediksi nilai pasar perusahaan (Dezsö, 2012). Tobin (1969) mengembangkan

indikator ini sebagai alat untuk memperkirakan nilai investasi perusahaan pada masa mendatang.

2.4 Tata Kelola Perusahaan

Berdasarkan Keputusan Menteri BUMN Nomor: KEP-117/M-MBU/2002, tata kelola perusahaan digambarkan sebagai seperangkat struktur dan mekanisme yang diterapkan BUMN untuk mengoptimalkan keberhasilan usaha serta menciptakan nilai jangka panjang bagi pemegang saham, sambil tetap memperhatikan kepentingan para pemangku kepentingan lainnya. Tata kelola perusahaan menurut Putra dan Nuzula (2017) merupakan sebuah metode yang digunakan untuk mengendalikan, mengarahkan, serta mengatur hak dan kewajiban antara para pemangku kepentingan di perusahaan. Mekanisme tata kelola perusahaan berguna untuk mengontrol jalannya kegiatan yang berlangsung di dalam perusahaan agar tidak terjadi masalah.

Menurut Onasis dan Robin (2016), penerapan tata kelola perusahaan yang efektif berpotensi meningkatkan profitabilitas serta nilai perusahaan dalam jangka panjang bagi pemegang saham, sehingga secara keseluruhan dapat memperbaiki kinerja perusahaan. Tata kelola perusahaan merupakan mekanisme yang digunakan oleh perusahaan dalam menetapkan tujuan dan sasaran perusahaan serta apa yang harus dilakukan dalam mencapai tujuan dan sasaran tersebut (Iqbal, Nawaz, & Ehsan, 2019). Tata kelola perusahaan berkenaan dengan bagaimana cara perusahaan meyakinkan investor agar bersedia menanamkan modalnya dan perusahaan akan memberikan keuntungan dengan cara tidak melakukan penggelapan dana dan sebijak mungkin menggunakan modal dari investor untuk proyek yang berpotensi menguntungkan (Margaretha & Afriyanti, 2016).

Penelitian yang dilakukan Mishra dan Kapil (2018) menjelaskan jika pengambilan keputusan di perusahaan dipengaruhi oleh tiga faktor. Pertama, siapa yang

diberi kuasa dalam pengambilan keputusan. Kedua, siapa yang lebih diutamakan kepentingannya dalam pengambilan keputusan tersebut. Terakhir, apakah pengambilan keputusan akan dipengaruhi oleh berbagai faktor dari luar perusahaan seperti ekonomi, politik, hukum, dan sosial.

Penelitian yang mengkaji keterkaitan tata kelola dengan nilai perusahaan sebelumnya telah dikaji peneliti sebelumnya yaitu Randy dan Juniarti (2013), Wardoyo dan Veronica (2013), Fitri dan Herwiyanti (2015), Sarafina dan Saifi (2017), Susilo *et al*. (2018), dan Wahyuningsih (2019). Namun dari hasil penelitian sebelumnya tersebut belum didapatkan kekonsistenan hasil. Penelitian Randy dan Juniarti (2013), Sarafina dan Saifi (2017), serta Wahyuningsih (2019) menyatakan bahwa tata kelola mempengaruhi nilai perusahaan, sementara kajian Wardoyo dan Veronica (2013), Fitri dan Herwiyanti (2015), serta Susilo *et al*. (2018) menunjukkan bahwa pengaruh tata kelola terhadap nilai perusahaan tidak signifikan.

2.4.1 Ukuran Dewan Komisaris

Menurut International Finance Corporation (2018), terdapat dua sistem dewan yang dijalankan di masing-masing negara, yakni sistem satu tingkat dan dua tingkat. Sistem satu tingkat menyatakan hanya terdapat satu dewan di dalam perusahaan yang terdiri dari dewan direktur, bertugas mengatur jalannya kegiatan perusahaan. Sedangkan untuk sistem dua tingkat, terdapat dua dewan yang memiliki tugasnya masing-masing. Dewan direktur bertanggungjawab untuk mengatur dan mengelola berbagai kegiatan operasional perusahaan yang diawasi oleh dewan komisaris. Indonesia menggunakan struktur dua tingkat dalam tata kelola perusahaan berdasarkan Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 Pasal 1, yang menetapkan pemisahan tanggung jawab antara direksi dan dewan komisaris.

Pada penelitian ini dewan komisaris merupakan lembaga pengawas independen dengan tugas mengawasi kebijakan dan kinerja eksekutif. Karena dewan komisaris tidak terlibat secara langsung dalam manajemen sehari-hari. Tetapi memiliki tanggung jawab dalam pengawasan strategis. Para anggota dewan bertanggungjawab untuk mengkaji kembali dan memutuskan terkait metode yang akan digunakan untuk pengendalian sistem internal perusahaan (Shukeri, Shin, & Shaari, 2012). Tornyeva dan Wereko (2012) menjabarkan bahwa beberapa anggota dewan yang memiliki berbagai pengalaman dan keterampilan sering ditemukan di dalam ukuran dewan perusahaan yang besar. Keterlibatan dewan komisaris terhadap pengambilan keputusan, pengawasan manajerial dan kontribusinya terhadap kinerja perusahaan melalui pelaksanaan kebijakan yang efektif. Dengan teori keagenan yang menjelaskan bahwa hubungan manajemen dan pemegang saham jika terjadi konflik kepentingan diharapkan dapat mengurangi asimetris informasi dan memastikan bahwa kebijakan manajemen sejalan dengan pemegang saham.

Pengaruh ukuran dewan komisioner terhadap kinerja perusahaan telat diteliti oleh beberapa ahli yaitu (Jalaluddin (2021), Lestari (2021), Sutrisno & Mohamad (2019), Utama & Utama (2019)). Pada peneliti Sutrisno dan Mohamad (2019) ukuran dewan komisaris dengan jumlah yang semakin banyak maka semakin baik kinerja perusahaan karena tugas dewan komisaris mengawasi dan mengendalikan direksi sehingga dapat mengarahkan kerja direksi agar sesuai dengan tujuan perusahaan yang sudah di tetapkan pada rapat umum pemegang saham. Semakin banyak anggota dewan komisaris, maka fungsi pengawasan terhadap direksi dinilai semakin optimal, yang pada akhirnya memberikan kontribusi positif terhadap kinerja perusahaan. Temuan Lestari (2021) juga menunjukkan adanya pengaruh positif, sejalan dengan teori keagenan yang menegaskan bahwa dewan komisaris berfungsi sebagai kontrol atas perilaku

oportunistik manajemen dan membantu menyelaraskan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Sehingga jumlah dewan komisaris bertambah maka meningkatkan sistem pengawasan bagi manajer agar lebih efekif dalam mengelola perusahaan dan meminimalisir penyelewengan kerja manajemen. Karena fungsi dewan komisaris sebagai pengendali, pengawas dan penasehat manajemen sehingga tidak terlibat secara langsung jadi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Berbeda dengan peneliti Utama dan Utama (2019) kinerja perusahaan pada tingkat tertentu dengan dewan yang sangat besar mengurangi kinerja. Pengaruh negatif pada dewan komisaris terjadi karena insentif yang tinggi diberikan oleh pemegang saham pengendali. Pada peneliti Jalaluddin (2021) ukuran dewan komisaris tidak berkorelasi dengan kuantitas pengawasan dewan komisaris dan arahan dewan direksi karena buruknya komunikasi dan pengambilan keputusan yang biasanya terjadi di dewan yang besar serta tidak adanya kesepakatan mengenai rencana strategi dan anggaran jangka panjang. Dewan komisaris dan dewan direksi harus mentaati aturan dan konflik kepentingan pribadi.

2.4.2 Dewan Komisaris Independen

Dewan komisaris independen didefinisikan sebagai anggota dewan yang berasal dari luar perusahaan dan tidak memiliki keterkaitan dengan perusahaan (El-Habashy, 2019). Perusahaan sebaiknya memiliki dewan independen untuk menghindari pengambilan keputusan yang kurang objektif. Al Farooque *et al*. (2020) mengemukakan bahwa tanggung jawab utama komisaris independen adalah menjaga kepentingan pemegang saham dan untuk mengevaluasi terkait kegiatan yang terjadi di perusahaan. Hamdan dan Al Mubarak (2017) dalam penelitiannya menjelaskan jika dalam memilih seorang dewan komisaris independen sebaiknya merupakan orang yang belum pernah

menjabat di perusahaan, tidak boleh memiliki saham di perusahaan lebih dari sepuluh persen, dan tidak berhubungan dengan perusahaan.

Menurut penjelasan dari Kao *et al*. (2019) menyatakan bahwa kehadiran komisaris independen berkontribusi signifikan dan positif terhadap kinerja perusahaan. Sejalan dengan penelitian dari Malik dan Makhdoom (2016) yang menjelaskan bahwa komisaris independen cenderung direkrut berdasarkan kualifikasi dan pengalaman, sehingga mampu memberi kontribusi positif pada kinerja. García-Ramos dan García-Olalla (2011) juga menyebutkan bahwa komisaris independen memiliki efektivitas yang lebih tinggi dalam melakukan pengawasan dan lebih aktif terlibat dalam berbagai aktivitas perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Adusei (2011) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen memiliki pengaruh negatif pada kinerja perusahaan. Jumlah komisaris independen yang terlalu besar dapat memicu munculnya konflik keagenan, di mana manajemen lebih mementingkan kepentingan pribadi daripada kepentingan pemegang saham (Koerniadi & Tourani-Rad, 2012). Penelitian yang dilakukan oleh Darko *et al*. (2016) juga menemukan adanya pengaruh negatif antara proporsi dewan komisaris independen dengan kinerja perusahaan. Sementara itu, Mustapha (2017) menilai bahwa pengaruh negatif itu muncul disebabkan karena jumlah komisaris independen yang terbatas membuat mereka tidak dapat menjalankan peran pengawasan secara independen.

Berbeda dengan penelitian Zabri, Ahmad, dan Wah (2016) yang menemukan bahwa komisaris independen tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan. Mereka menekankan pentingnya bagi perusahaan untuk mengangkat komisaris independen yang memenuhi standar profesional dan memahami tanggung jawabnya. Dewan komisaris independen yang sesuai dengan kualifikasi diharapkan dapat

memperbaiki masalah yang terjadi di dalam perusahaan, baik internal maupun eksternal (Bhatt & Bhattacharya, 2015). Selain itu, penelitian Sulong dan Nor (2008) menunjukkan bahwa mengurangi jumlah komisaris independen justru dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Temuan tersebut diperkuat oleh penelitian Oxelheim & Randoy (2001), Fallatah & Dickins (2012), Sami *et al*. (2009), dan Babatunde & Olaniran (2009).

2.4.3 Komite Audit

Komite audit adalah tim yang dibentuk oleh dewan komisaris untuk melakukan pengawasan terhadap operasional perusahaan dan meningkatkan kinerja secara efektif dan efisien, terutama dalam pelaporan keuangan. Berdasarkan Peraturan OJK Nomor 55/POJK.04/2015, komite audit memiliki peran penting dalam memberikan rekomendasi tata kelola perusahaan serta mendukung peningkatan kinerja dan nilai perusahaan (Indrastuti, 2021). Komite audit umumnya terdiri dari individu yang memiliki kompetensi, pengalaman, dan integritas yang tinggi dalam menjalankan fungsi audit internal, serta bertanggung jawab kepada direksi perusahaan. Hidayat *et al*. (2021) menjelaskan bahwa pembentukan, pengangkatan, dan pemberhentian anggota komite audit berada di bawah kewenangan dewan komisaris. Peran utama komite audit adalah membantu dewan komisaris dalam melakukan pengawasan terhadap manajemen, termasuk menelaah laporan keuangan yang disampaikan oleh manajemen (Amaliyah & Herwiyanti, 2019). Selain menjamin kualitas pelaporan keuangan dan akuntabilitas perusahaan, komite audit juga berfungsi sebagai penghubung antara auditor eksternal dan manajemen untuk mengurangi asimetri informasi (Rusli *et al*., 2020). Dengan demikian, keberadaan komite audit akan membuat investor lebih percaya dengan data-data yang dilaporkan oleh perusahaan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

2.5 Struktur Kepemilikan

Pemegang saham terbesar memiliki hak untuk mengawasi manajemen di perusahaan, serta lebih mendominasi dalam pengambilan keputusan (Darko *et al.*, 2016). Terdapat pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information approach*) yang merupakan dua pendekatan dalam struktur kepemilikan menurut Saifi (2019). Dalam pendekatan keagenan, struktur kepemilikan dipandang sebagai mekanisme untuk meminimalkan konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Sementara itu, pendekatan asimetri informasi memandang struktur kepemilikan sebagai sarana untuk mengurangi ketimpangan informasi antara pihak internal dan eksternal perusahaan melalui peningkatan transparansi informasi di pasar modal. Berdasarkan teori keagenan, besarnya proporsi kepemilikan saham berkaitan dengan intensitas pengawasan terhadap kinerja perusahaan dan berpotensi meningkatkan kinerja perusahaan, khususnya apabila kepemilikan saham juga dimiliki oleh pihak internal (Alipour, 2013).

2.5.1 Kepemilikan Pemerintah

Kepemilikan pemerintah mengacu kepada seberapa besar persentase saham yang dimiliki oleh pemerintah di sebuah badan usaha (Ghazali, 2020). Pandangan bahwa perusahaan kepemilikan pemerintah dapat mengarahkan perekonomian di Indonesia agar menjadi lebih baik, dan berperan besar dalam merendahkan tingkat pengangguran, maka pemerintah berinvestasi di dalam kedua jenis badan usaha tersebut. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Indarwati (2018) serta Swedan dan Ahmed (2019), menemukan bahwa kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Perusahaan dengan mayoritas saham pemerintah cenderung memiliki aset yang lebih besar dan kemampuan yang lebih baik dalam meningkatkan kinerja dibandingkan perusahaan dengan porsi kepemilikan

pemerintah yang relatif lebih rendah. Pemerintah akan senantiasa membantu perusahaan dalam mengawasi kinerja keuangan perusahaan, sehingga kinerja perusahaan dapat meningkat (Suhardjanto *et al*., 2017). Dengan adanya saham yang dimiliki oleh pemerintah, maka dapat mengurangi kemungkinan terjadinya informasi asimetri karena kemudahan untuk mengakses informasi.

Penelitian yang dilakukan Alipour (2013) menyatakan adanya pengaruh negatif dan signifikan kepemilikan pemerintah terhadap kinerja perusahaan. Pemerintah seringkali melibatkan tujuan politik dalam memilih siapa saja yang terlibat di dalam perusahaan tanpa melihat apakah orang yang dipilih mampu atau tidak untuk mengemban tanggung jawab tersebut (Susetyo, Widarko, & Khalikussabir, 2018). Sejalan dengan Rahman dan Reja (2015) juga menemukan pengaruh negatif dan signifikan kepemilikan pemerintah terhadap kinerja perusahaan karena pemerintah akan memberikan suntikan dana jika perusahaan mengalami kerugian. Hal tersebut akan membuat pihak perusahaan menjadi kurang peduli akan usaha yang dijalankan menghasilkan keuntungan atau tidak, sehingga dapat menurunkan kinerja perusahaan. Menurut Tran, Nonneman, dan Jorissen (2014) menjelaskan jika pemerintah sebagai pemegang saham terbesar, maka setiap keputusan pemerintah di dalam perusahaan pemerintah yang sudah go public akan mempengaruhi kinerja perusahaan. Pemerintah dianggap belum mampu mengelola perusahaan karena fokus pemerintah bukan hanya pada perusahaan saja, melainkan pada masyarakat luas dan hal ini dapat menurunkan kinerja perusahaan (Ahmed Haji & Mubaraq, 2015). Penelitian yang dilakukan oleh Angela *et al*. (2019) menunjukkan bahwa kinerja perusahaan dengan kepemilikan pemerintah dapat menurun akibat proses birokrasi yang panjang serta adanya intervensi kebijakan dari pemerintah. Di sisi lain, Darko *et al*. (2016) serta Moslemany dan Nathan (2018) menyatakan bahwa kepemilikan pemerintah tidak memiliki pengaruh terhadap

kinerja perusahaan. Dalam konteks Indonesia, jumlah perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah masih relatif sedikit, dan struktur kepemilikan pada perusahaan tersebut cenderung bersifat stabil tanpa perubahan yang signifikan selama beberapa periode pengamatan (Eforis, 2017).

2.5.2 Kepemilikan Institusional

Suatu perusahaan pada umumnya memiliki paling tidak dua jenis kepemilikan saham utama, yaitu kepemilikan saham institusional dan kepemilikan saham manajerial. Kepemilikan institusional mencakup saham yang dimiliki oleh lembaga atau badan hukum, baik lembaga keuangan maupun nonkeuangan. Peran investor institusional sebagai pengawas dinilai efektif dalam memantau kinerja manajemen perusahaan (Mildawati dan Susanti, 2014), sehingga mendorong peningkatan kinerja dan nilai perusahaan. Penelitian Dewi dan Abundanti (2019) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional yang besar mampu meningkatkan efektivitas pengawasan. Semakin tinggi proporsi kepemilikan institusional, semakin efisien pemanfaatan aset perusahaan, sekaligus menjadi sarana pencegahan terhadap potensi pemborosan oleh manajemen. Widianingsih (2018) menyatakan bahwa kepemilikan institusional diukur berdasarkan persentase saham yang dimiliki investor institusional pada akhir periode. Partisipasi aktif investor institusional juga mendorong peningkatan akuntabilitas dan transparansi perusahaan melalui pengungkapan informasi kepada seluruh pemangku kepentingan (Wicaksono et al., 2023). Kondisi ini sejalan dengan teori keagenan yang menegaskan bahwa dominasi kepemilikan institusional dapat menekan perilaku oportunistik manajer, memperkuat fungsi pengawasan, serta meningkatkan kepercayaan investor dan nilai perusahaan (Wiguna, 2019; Aliyah & Hermanto, 2020). Hasil penelitian Wibowo (2016) turut mendukung temuan tersebut dengan menyatakan bahwa tingginya

kepemilikan institusional berdampak positif terhadap nilai perusahaan melalui pengawasan yang lebih intensif terhadap perilaku oportunistik manajer.

2.5.3 Kepemilikan Asing

Dalam struktur kepemilikan perusahaan, kepemilikan asing menunjukkan proporsi saham yang dimiliki oleh investor dari luar negeri, baik individu maupun institusi. Kepemilikan ini sering dikaitkan dengan fungsi pengawasan eksternal yang berkontribusi terhadap peningkatan efisiensi, transparansi, dan nilai perusahaan. Hal ini karena pemegang saham asing umumnya memiliki ekspektasi tinggi terhadap kualitas informasi, standar tata kelola, dan imbal hasil investasi (Anggraini & Rachmawati, 2019). Kepemilikan asing biasanya muncul dari saham yang diperdagangkan di pasar modal setelah privatisasi sebagian saham perusahaan. Meskipun pemerintah tetap menjadi pemegang saham mayoritas, keberadaan pemegang saham asing dapat berpengaruh terhadap praktik pengelolaan dan kinerja perusahaan. Darmadi (2013) menegaskan bahwa investor asing memiliki kecenderungan berorientasi jangka panjang dan menuntut efisiensi manajerial, sehingga keberadaannya dapat meningkatkan tekanan bagi manajemen untuk menerapkan prinsip-prinsip *good corporate governance* secara konsisten.

Masuknya investor asing dapat meningkatkan efisiensi pemanfaatan aset sekaligus memperbaiki penilaian pasar terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut ditemukan oleh Utama dan Zulfikar (2019) dalam penelitiannya yang menemukan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Return on Assets* (ROA) dan Tobin’s Q perusahaan di Indonesia. Hasil serupa juga dikemukakan oleh Suto dan Toshino (2020) dalam penelitiannya di pasar negara berkembang, termasuk Indonesia, yang menyimpulkan bahwa perusahaan dengan tingkat kepemilikan asing yang lebih tinggi cenderung memiliki kinerja keuangan dan praktik tata kelola yang

lebih baik dibandingkan perusahaan yang sepenuhnya dimiliki oleh investor domestik. Sementara itu, Putri dan Handayani (2021) menemukan bahwa kepemilikan asing memberikan pengaruh positif terhadap ROA pada perusahaan sektor keuangan di Indonesia, yang mencerminkan peningkatan efisiensi pengelolaan modal oleh pihak manajemen.

2.6 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan sebuah parameter terkait seberapa besar atau kecilnya ukuran perusahaan (Indarti & Extaliyus, 2013). Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar umumnya memiliki jumlah pemangku kepentingan yang lebih banyak, sehingga setiap kebijakan yang diambil berpotensi memberikan dampak yang lebih luas terhadap kepentingan publik. Selain itu, perusahaan besar cenderung memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menghasilkan laba serta peluang yang lebih besar untuk memperluas pangsa pasar. Ukuran perusahaan mengacu kepada jumlah keseluruhan aset, penjualan, dan kapitalisasi pasar yang dapat mencerminkan besar kecilnya perusahaan (Agustia & Suryani, 2018). Pengukuran ukuran perusahaan juga dapat dilakukan dengan menggunakan kapitalisasi pasar, yaitu hasil perkalian antara harga saham dengan jumlah saham yang beredar (Bansal & Sharma, 2016; Ghazali, 2020). Ukuran perusahaan merupakan faktor penting di dalam sebuah perusahaan yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan (Džanić, 2012). Pada penelitian ini total asset yang dimiliki perusahaan di jadikan tolak ukur, karena total asset bersifat jangka panjang.

Hasil penelitian Lam dan Lee (2012) serta Ahmed Haji dan Mubaraq (2015) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Akses untuk mendapatkan modal lebih terbuka bagi perusahaan dengan ukuran besar. Modal tersebut nantinya dapat digunakan oleh perusahaan untuk

berinvestasi dan menambah kapasitas produksi, sehingga menghasilkan keuntungan (Ritha, 2016). Keuntungan yang didapat oleh perusahaan digunakan untuk membayarkan pengembalian yang besar dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham. Selain itu, Obradovich dan Gill (2013) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, karena perusahaan besar dinilai lebih stabil dan memiliki prospek harga saham yang lebih tinggi, sejalan dengan temuan Sulong dan Nor (2008).

2.7 Leverage

Leverage atau kebijakan hutang digunakan untuk mengukur sejauh mana kebutuhan keuangan perusahaan dibelanjai, apakah dengan dana pinjaman atau hutang. Penelitian Mandey *et al*. (2017) menyatakan bahwa penggunaan utang memiliki sensitivitas yang tinggi terhadap perubahan nilai perusahaan, di mana tingkat *leverage* yang tinggi berpotensi meningkatkan nilai perusahaan. Namun, hasil ini bertentangan dengan temuan Kolamban *et al*. (2020) yang menyatakan bahwa antara *leverage* dan nilai perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan. Di sisi lain, Obradovich dan Gill (2013) mengemukakan bahwa *leverage* yang tinggi justru dapat menurunkan nilai perusahaan akibat meningkatnya risiko kebangkrutan serta berkurangnya kepercayaan investor. Perbedaan hasil penelitian tersebut menjadi dasar bagi peneliti untuk melakukan kajian lebih lanjut mengenai pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan.

2.8 Pengembangan Hipotesis

2.8.1. Ukuran Dewan Komisaris terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan

Hasil penelitian Ghazali (2020) menemukan bahwa ukuran dewan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Jumlah dewan yang lebih besar memungkinkan adanya pertukaran ide dan sudut pandang yang lebih beragam dalam perumusan

kebijakan perusahaan. Dewan komisaris sebagai lembaga pengawas independen bertugas mengawasi kebijakan dan kinerja eksekutif. Meskipun tidak terlibat langsung dalam aktivitas operasional sehari-hari, dewan komisaris memiliki tanggung jawab dalam pengawasan strategis perusahaan. Keterlibatan dewan komisaris dalam proses pengambilan keputusan, pengawasan manajerial, serta kontribusinya dalam memastikan implementasi kebijakan yang efektif dapat berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan.

Dalam perspektif teori keagenan yang menjelaskan bahwa hubungan manajemen dan pemegang saham jika terjadi konflik kepentingan diharapkan dapat mengurangi asimetris informasi dan memastikan bahwa kebijakan manajemen sejalan dengan pemegang saham. Pengaruh ukuran dewan komisioner terhadap kinerja perusahaan telah diteliti oleh beberapa ahli yaitu (Lestari (2021), Sutrisno & Mohamad (2019)). Pada peneliti Sutrisno dan Mohamad (2019) menyatakan bahwa semakin besar jumlah dewan komisaris, semakin efektif fungsi pengawasan dan pengendalian terhadap direksi, sehingga kinerja perusahaan dapat meningkat. Dewan komisaris berperan mengarahkan dan mengawasi kinerja direksi agar tetap sejalan dengan tujuan perusahaan yang telah ditetapkan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Temuan serupa juga dikemukakan oleh Lestari (2021) yang menyimpulkan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hal ini disebabkan oleh peran dewan komisaris sebagai mekanisme kontrol terhadap perilaku oportunistik manajemen serta sebagai sarana untuk menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham. Dengan bertambahnya jumlah dewan komisaris, sistem pengawasan terhadap manajemen menjadi lebih kuat dan efektif, sehingga potensi penyimpangan dalam pengelolaan perusahaan dapat diminimalkan. Namun demikian, karena dewan komisaris tidak terlibat langsung dalam operasional

perusahaan dan lebih berperan sebagai pengawas serta penasihat, pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan dapat bersifat tidak langsung. Berdasarkan penjelasan tersebut, dirumuskan hipotesa sebagai berikut :

$H1_a$: Ukuran Dewan Komisaris berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kinerja Perusahaan.

$H1_b$: Ukuran Dewan Komisari berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

2.8.2. Dewan Komisaris Independen terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan

Penelitian yang dilakukan oleh Alshaboul dan Zraiq (2020) menjelaskan bahwa semakin besar jumlah dewan komisaris independen, semakin besar pula potensi peningkatan kinerja perusahaan. Temuan ini didukung oleh Danoshana dan Ravivathani (2013) yang menyatakan bahwa dewan komisaris independen berperan penting dalam mengurangi konflik kepentingan antar pemegang saham serta meningkatkan efektivitas pengawasan, sehingga kinerja perusahaan dapat meningkat. Namun demikian, hasil yang berbeda ditemukan oleh Darko *et al*. (2016) yang menunjukkan bahwa dewan komisaris independen justru berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Temuan ini didukung oleh Shukeri *et al*. (2012) yang mengemukakan bahwa anggota dewan komisaris independen yang berasal dari luar perusahaan cenderung kurang memahami kondisi internal dan lingkungan bisnis perusahaan, sehingga efektivitas pengawasan dan kontribusinya terhadap peningkatan kinerja menjadi kurang optimal.

Selain terhadap kinerja perusahaan, peran dewan komisaris independen juga dikaitkan dengan nilai perusahaan. Bekiaris (2021) yang meneliti empat bank nasional di Yunani selama periode 2008–2018 menggunakan regresi data panel menemukan bahwa independensi dewan direksi dan dewan komisaris berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dengan hubungan yang bersifat positif. Hasil serupa juga ditunjukkan oleh

Argawal (2020), Al Farooque *et al*. (2019), serta Mishra dan Kapil (2018) yang menyimpulkan bahwa dewan komisaris independen memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, Sulong dan Nor (2008) berpendapat bahwa pengurangan jumlah komisaris independen justru dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pandangan tersebut didukung oleh penelitian Oxelheim dan Randoy (2001), Fallatah dan Dickins (2012), Sami *et al*. (2009), serta Babatunde dan Olaniran (2009), yang mengindikasikan bahwa proporsi dewan komisaris independen yang terlalu besar tidak selalu berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian penelitian terdahulu tersebut, maka hipotesa penelitian dirumuskan sebagai berikut :

$H2_a$: Dewan Komisaris Independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kinerja Perusahaan.

$H2_b$: Dewan Komisaris Independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

2.8.3. Komite Audit terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan

Penelitian yang dilakukan Mcmullen (1996) menjelaskan bahwa komite audit selaras dengan teori keagenan, dikarenakan komite audit menjadi sumber pertukaran informasi resmi antara dewan, sistem pengawasan internal dan auditor eksternal yang bertujuan untuk mengurangi asimetri informasi. Komite audit memiliki fungsi monitoring untuk mengawasi internal perusahaan dan auditor eksternal, dengan meningkatkan ukuran komite audit, tingkat pengawasan yang lebih tinggi dapat dicapai, sehingga memungkinkan pemantauan yang lebih efektif terhadap upaya manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Menurut Li *et al*. (2012), komposisi komite audit mempunyai peranan yang cukup besar dalam memitigasi permasalahan terkait keakuratan dan keandalan laporan keuangan suatu perusahaan. Agyemang-Mintah dan Schadewitz (2018), dalam

penelitiannya mengenai hubungan antara komite audit dan nilai keuangan pada perusahaan sektor finansial di Inggris, menemukan bahwa keberadaan komite audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara itu, Almaqoushi dan Powell (2021) mengungkapkan bahwa kualitas komite audit yang rendah berkorelasi dengan tingginya praktik manajemen laba, lemahnya pengendalian internal, serta rendahnya kualitas laporan keuangan, yang pada akhirnya berdampak negatif terhadap nilai perusahaan.

Dengan demikian, pembentukan komite audit merupakan upaya perbaikan dalam tata kelola perusahaan, khususnya dalam meningkatkan efektivitas pengawasan terhadap manajemen. Komite audit berperan sebagai penghubung antara manajemen, dewan komisaris, serta pihak eksternal lainnya. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian Obradovich dan Gill (2013), Rouf (2011), serta Tornyeva dan Wereko (2012) yang menyatakan bahwa komite audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesa penelitian dapat dirumuskan sebagai berikut :

$H3_a$: Komite Audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kinerja Perusahaan.

$H3_b$: Komite Audit berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

2.8.4. Kepemilikan Pemerintah terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan

Menurut Orazalin *et al.* (2015), kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, khususnya dalam penelitiannya mengenai tata kelola perusahaan terhadap kinerja perusahaan dalam industri perminyakan dan gas. Perusahaan yang sebagian besar sahamnya dimiliki oleh pemerintah cenderung menunjukkan kinerja perusahaan yang lebih baik, karena adanya peran serta pemerintah dalam mendorong penerapan prinsip-prinsip tata kelola perusahaan yang baik. Namun hal ini kembali lagi kepada kondisi masing-masing negara, apakah pemerintah ikut

terlibat ke dalam perusahaan atau tidak. Sejalan dengan temuan tersebut, Indarwati (2018) juga menemukan bahwa kepemilikan pemerintah berdampak positif terhadap kinerja perusahaan. Kondisi ini terjadi karena perusahaan dengan kepemilikan pemerintah memiliki peluang yang lebih besar untuk memenangkan tender atau proyek tertentu berkat dukungan langsung dari pemerintah (Fauzi & Musallam, 2015). Sebaliknya, Yu (2013) menunjukkan hasil yang berbeda, yaitu kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa pengurangan kepemilikan pemerintah dapat meningkatkan kinerja perusahaan, karena perusahaan dengan dominasi kepemilikan pemerintah cenderung memiliki kinerja yang kurang optimal akibat perbedaan tujuan pemerintah yang tidak sepenuhnya berorientasi pada peningkatan nilai pemegang saham.

Menurut Eforis (2017) mengemukakan bahwa kepemilikan publik dan kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Dalam perspektif teori keagenan, hubungan antara pemegang saham dan manajemen menempatkan pemerintah sebagai pemegang saham pengendali yang seharusnya mampu melakukan fungsi pengawasan terhadap kinerja manajer. Namun, dalam praktiknya pemerintah sering kali memiliki tujuan lain di luar peningkatan kinerja dan nilai perusahaan. Tingkat kepemilikan pemerintah yang tinggi menunjukkan besarnya porsi saham pemerintah dalam struktur permodalan perusahaan. Semakin besar kepemilikan tersebut, semakin kuat pula tingkat pengendalian yang dimiliki pemerintah, sehingga pemerintah memiliki kewenangan untuk mengawasi kinerja manajemen dan berpotensi mendorong peningkatan nilai perusahaan (Hunardy & Tarigan, 2017). Pemerintah dapat membantu perusahaan yang diinvestasikan untuk mengatasi ketidakpastian eksternal dan memfasilitasi akses ke sumber daya keuangan seperti pinjaman bank. Menurut Eckel dan Vermaelen (1986), ketika pemerintah

menyatakan niat untuk mengakuisisi saham suatu perusahaan, hal tersebut dapat menimbulkan perubahan pada harga saham, meskipun dampaknya sangat dipengaruhi oleh karakteristik industri perusahaan yang bersangkutan. Namun, hasil penelitian Kole dan Mulherin (2005) menunjukkan bahwa kinerja perusahaan dengan kepemilikan pemerintah tidak berbeda secara signifikan dibandingkan perusahaan sejenis tanpa kepemilikan pemerintah. Berbeda dari temuan tersebut, Jansson (2016) mengidentifikasi adanya pengaruh signifikan dan negatif dari kepemilikan pemerintah terhadap nilai perusahaan di Talouselama. Perbedaan ini mencerminkan variasi tingkat kepemilikan negara di berbagai negara, termasuk Finlandia yang pemerintahnya merupakan pemegang saham utama pada perusahaan-perusahaan besar dengan proporsi kepemilikan mencapai 15,8%. Berdasarkan kajian tersebut, hipotesa yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

$H4_a$: Kepemilikan Pemerintah berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kinerja Perusahaan.

$H4_b$: Kepemilikan Pemerintah berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

2.8.5. Kepemilikan Institusional terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan

Penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Chen (2007) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diukur menggunakan *Return on Assets* (ROA) serta terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan Tobin’s Q. Dalam konteks teori keagenan, kepemilikan institusional berperan penting dalam mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen. Keberadaan investor institusional dinilai mampu meningkatkan efektivitas pengawasan terhadap manajemen melalui proses pemantauan atas setiap keputusan yang diambil oleh pihak manajemen sebagai

pengelola perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Semakin besar proporsi kepemilikan institusional, semakin intensif pula pengawasan yang dilakukan, sehingga dapat menekan perilaku oportunistik manajer (Wiranata & Nugrahanti, 2013). Pengawasan tersebut menuntut manajemen untuk menyampaikan informasi kinerja perusahaan secara lebih transparan dan akurat. Sejalan dengan hal tersebut, Fauzi dan Musallam (2015) membuktikan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa investor institusional mampu mengendalikan kebijakan manajemen yang tidak sejalan dengan kepentingan perusahaan agar tetap berada dalam koridor tujuan perusahaan.

Di sisi lain, kepemilikan institusional juga diyakini dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui fungsi monitoring yang efektif. Thaharah dan Asyik (2016) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan, yang mencerminkan keberhasilan institusional dalam mengendalikan kinerja manajemen secara efektif. Hal serupa juga diungkapkan oleh Sukrini (2012) yang menunjukkan adanya hubungan antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan. Namun, temuan ini tidak selalu konsisten, sebagaimana ditunjukkan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007), Afiantoro (2016), dan Bernandhi (2013) yang menyatakan tidak adanya pengaruh signifikan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Berbeda dengan temuan tersebut, Pasaribu *et al*. (2016) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, yang mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional merupakan mekanisme pengawasan yang andal dalam memotivasi manajer untuk meningkatkan kinerja sehingga berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesa yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

$H5_a$: Kepemilikan Institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kinerja Perusahaan.

$H5_b$: Kepemilikan Institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

2.8.6. Kepemilikan Asing terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan

Dalam penelitian Wiranata dan Nugrahanti (2013) membuktikan bahwa kepemilikan asing memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA. Hasil ini diperkuat oleh penelitian Chibber dan Majumdar (1999) yang dikutip dalam Wiranata dan Nugrahanti (2013), yang menemukan bahwa kepemilikan asing meningkatkan kinerja perusahaan di India. Keterlibatan investor asing dinilai memberikan nilai tambah bagi perusahaan melalui penerapan sistem manajemen yang lebih baik, pemanfaatan teknologi dan inovasi, serta keunggulan dalam manajemen dan pemasaran. Huang dan Zhu (2015) juga menyatakan bahwa kepemilikan asing berperan positif dalam membatasi tindakan oportunistik pemegang saham mayoritas yang berupaya mengejar kepentingan pribadi dengan memanfaatkan pengaruhnya terhadap manajemen. Selain itu, Aggarwal *et al*. (2011) mengemukakan bahwa kepemilikan asing dapat mendorong peningkatan praktik tata kelola perusahaan di Amerika Serikat, termasuk pada perusahaan yang telah memiliki perlindungan yang kuat bagi pemegang saham minoritas. Peningkatan kualitas tata kelola tersebut juga didukung oleh keberadaan lembaga independen, seperti manajer reksa dana dan penasihat investasi, yang tidak memiliki hubungan bisnis langsung dengan perusahaan tempat mereka berinvestasi.

Meskipun demikian, tidak semua penelitian menemukan hasil yang searah. Hasnawati dan Sawir (2015) menyimpulkan bahwa kepemilikan asing tidak memberikan pengaruh positif karena kepemilikan saham oleh investor asing bersifat

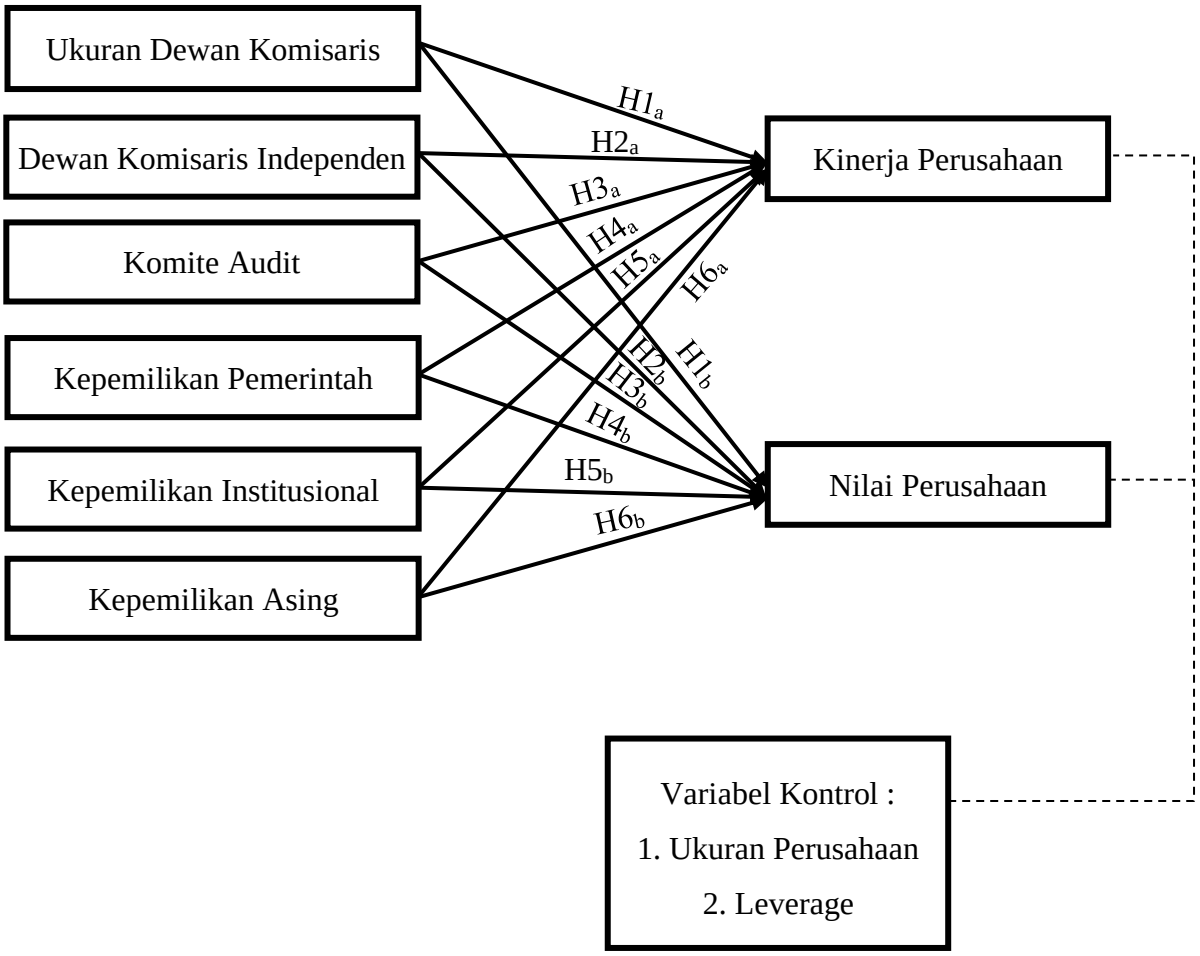
sementara sehingga kurang berkontribusi dalam meningkatkan nilai perusahaan. Sejalan dengan temuan tersebut, Sairin (2018) menemukan bahwa kepemilikan asing berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. Kondisi ini disebabkan oleh kendali tata kelola yang tidak sepenuhnya berada di tangan pemilik domestik, melainkan didominasi oleh investor asing, sehingga berpotensi menimbulkan konflik keagenan antar pemegang saham. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, maka hipotesa yang dirumuskan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$H6_a$: Kepemilikan Asing berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kinerja Perusahaan.

$H6_b$: Kepemilikan Asing berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

2.9 Kerangka Konsep Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah, tujuan penelitian dan pengembangan hipotesis yang telah diuraikan sebelumnya, dapat disusun suatu kerangka pemikiran yang menjelaskan hubungan antara mekanisme tata kelola perusahaan dan struktur kepemilikan terhadap kinerja dan nilai perusahaan. Variabel independen yang digunakan meliputi ukuran dewan komisaris, dewan komisaris independen, komite audit, kepemilikan pemerintah, kepemilikan institusional, dan kepemilikan asing. Selain itu, ukuran perusahaan dan *leverage* dimasukkan sebagai variabel kontrol untuk memperkuat validitas analisis. Dengan demikian, kerangka konseptual penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 2.1 Kerangka Konseptual

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Pada penelitian ini mengadopsi model penelitian Sarpong-Danquah *et al*. (2022) dan masuk dalam kategori penelitian kuantitatif berdasarkan metode pengumpulan data. Penelitian kuantitatif memerlukan pengumpulan dan analisis data numerik untuk menggambarkan, menjelaskan, atau mengendalikan berbagai fenomena menarik. Dalam metode penelitian ini, diperlukan data numerik dalam jumlah yang signifikan (Santoso & Madiistriyatno, 2021). Selain itu, penelitian ini dikategorikan sebagai penelitian klasik karena menggunakan laporan keuangan tahun – tahun sebelumnya sebagai sumber data.

Penelitian ini menetapkan populasi berupa perusahaan pemerintah yang tergolong sebagai Badan Usaha Milik Negara (BUMN), baik perusahaan induk maupun anak perusahaan, yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode pengamatan tahun 2015-2024. Total populasi penelitian sebanyak 31 perusahaan BUMN yang telah tercatat sebagai perusahaan *go public* di BEI sepanjang periode tersebut. Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu yang relevan dengan tujuan penelitian. Adapun kriteria yang digunakan meliputi :

1. Perusahaan pemerintah yang dijadikan sampel merupakan BUMN, baik induk maupun anak perusahaan, yang tercatat di BEI.
2. Perusahaan BUMN memiliki data yang lengkap serta secara konsisten mempublikasikan laporan keuangan selama periode 2015-2024.

3. Laporan keuangan perusahaan BUMN disajikan dalam mata uang rupiah (Rp).
4. Laporan tahunan memuat seluruh komponen yang dibutuhkan sesuai dengan variabel penelitian.
5. Perusahaan BUMN tidak mengalami delisting, suspense perdagangan, atau kondisi khusus lain yang menyebabkan ketidaktersediaan data.

3.2 Data dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder sebagai sumber data utama. Data tersebut diperoleh secara tidak langsung dari sumber-sumber yang telah dipublikasikan oleh perusahaan dan dapat diakses secara daring melalui situs resmi. Sumber data dalam penelitian ini berasal dari laman Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) serta website resmi masing-masing perusahaan yang menjadi objek penelitian.

3.3 Variabel Penelitian

3.3.1 Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini meliputi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

1) **Kinerja Perusahaan**

Kinerja perusahaan digunakan sebagai salah satu variabel dependen dalam penelitian ini. Kinerja perusahaan dapat diukur melalui rasio profitabilitas yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (Putra & Badjra, 2015). Menurut Assenga, Aly, dan Hussaney (2018), pengukuran profitabilitas dapat dilakukan melalui *return on asset* (ROA) dan *return on equity* (ROE). Kinerja perusahaan dalam penelitian ini diwakili dengan variabel ROA yang diukur dengan membagi laba setelah pajak dengan total aset (Ahmed Haji, 2014). ROA merepresentasikan tingkat efektivitas perusahaan dalam memanfaatkan sumber

daya asetnya untuk menghasilkan laba (Diana, 2016). Pengukuran *return on asset* (ROA) menurut Ahmed Haji (2014) dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{Total\ Income}{Total\ Asset}$$

2) **Nilai Perusahaan**

Nilai perusahaan digunakan sebagai variabel dependen kedua dalam penelitian ini. Nilai perusahaan menggambarkan pandangan investor terhadap keberhasilan perusahaan dan sering dikaitkan dengan pergerakan harga saham, karena peningkatan harga saham mencerminkan meningkatnya kesejahteraan pemegang saham (Mandalika, 2016). Dalam penelitian ini, nilai perusahaan diproksikan menggunakan Tobin's Q, yaitu perbandingan antara nilai pasar perusahaan dan biaya penggantian aset yang diukur pada akhir periode akuntansi (Gracia-Meca & Pedro, 2011). Mengacu pada penelitian Feng-Kao, *et al*. (2018), penghitungan Tobin's Q dilakukan dengan menjumlahkan nilai pasar ekuitas dan nilai buku utang, kemudian membandingkannya dengan nilai buku aset. Tobin's Q menjadi rasio yang menggambarkan penilaian pasar nilainya berada diantara 0 dan 1, yang mana ketika < 1 ini artinya nilai yang dimiliki perusahaan berada dalam kondisi undervalued karena nilai buku lebih tinggi dibandingkan nilai pasar. Berlaku sebaliknya ketika besaran > 1 ini menunjukkan bahwa perusahaan berada dalam kondisi overvalued, di mana nilai pasar melebihi nilai bukunya. Tobin's Q dirumuskan sebagai berikut:

$$Tobin's\ Q = \frac{Market\ Value\ of\ Equity\ + DEBT}{Total\ Aset}$$

3.3.2 Variabel Independen

Variabel independen yang dianalisis dalam penelitian ini mencakup ukuran dewan komisaris, proporsi dewan komisaris independen, keberadaan komite audit, kepemilikan pemerintah, kepemilikan institusional, dan kepemilikan asing.

1) ***Board Size of Commissioners*** atau **ukuran dewan komisaris** merupakan pengawas dan mengendalikan direksi sehingga tujuan perusahaan yang diancang dalam rapat umum pemegang saham tercapai Sutrisno dan Mohamad (2019). Dewan komisaris merupakan sebuah organ pengendalian internal perusahaan yang bertujuan untuk mengawasi dan memberikan saran keseluruhan jalannya perusahaan agar sesuai dengan prinsip-prinsip GCG. Baik dewan komisaris maupun dewan direksi, keduanya dipilih dan diberhentikan berdasarkan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB). Pengukuran operasional *Board Size of Commissioners* yaitu jumlah keseluruhan anggota dewan komisaris perusahaan menurut Sutrisno dan Mohamad (2019).
2) ***Independent Board of Commissioners*** atau **dewan komisaris independen** adalah anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan dan tidak memiliki hubungan afiliasi dengan perusahaan (El-Habashy, 2019). Dewan komisaris independen dalam menyatakan pendapatnya harus dapat objektif dan independen agar dapat mengurangi benturan konflik antara *principals* dan *agent*. Sesuai dengan ketentuan *Good Corporate Governance*, proporsi dewan komisaris independen minimal sebesar 30% dari total anggota dewan komisaris. Pengukuran variabel ini mengacu pada pendekatan yang digunakan oleh Hamdan dan Al Mubarak (2017) yang dirumuskan sebagai berikut:

$$INDCOM = \frac{Jumlah\ Dewan\ Komisaris\ Independen}{Jumlah\ Keseluruhan\ Dewan\ Komisaris} \times 100\%$$

3) ***Audit Committee*** atau **komite audit** perangkat tata kelola perusahaan yang berfungsi meningkatkan efektivitas pengawasan terhadap manajemen, sekaligus

menjadi penghubung antara manajemen perusahaan, dewan komisaris, dan pihak eksternal lainnya. Komite audit dibentuk oleh dewan komisaris guna membantu dan memperkuat fungsi pengawasan yang dijalankan secara independen dan profesional (Widyati, 2013). Pengukuran komite audit dalam penelitian ini didasarkan pada jumlah anggota komite audit yang terdapat dalam perusahaan, sebagaimana dirujuk oleh Obradovich dan Gill (2013), Widyati (2013), dan Farooque *et al*. (2020).

4) ***Government Ownership*** atau **kepemilikan pemerintah** merupakan struktur kepemilikan perusahaan atau pemegang saham yang berasal dari pemerintah sebagai wakil negara secara langsung. Presentase kepemilikan pemerintah yang besar maka dalam hal ini pemerintah memiliki peran yang besar juga dalam kegiataan operasional perusahaan serta bertanggungjawab mengelola perusahaan dengan tujuan mendapatkan laba untuk mensejahterahkan masyarakat. Pemerintah dalam perusahaan BUMN memiliki saham preferen atau seri A dwiwarna yang berarti pemerintah berhak mengelola dan mengatur perusahaan secara lagsung seperti mengangkat dan pemberhentikan dewan direksi atau komisaris. Pengukuran *government ownership* menurut Ghazali (2020) dirumuskan sebagai berikut:

$$GOVOWN = \frac{Jumlah\ Lembar\ Saham\ Kepemilikan\ Pemerintah}{Jumlah\ Lembar\ Saham\ yang\ Beredar} \times 100\%$$

5) ***Institutional Ownership*** atau **kepemilikan institusional** merupakan kondisi ketika saham suatu perusahaan dimiliki oleh institusi atau lembaga, seperti pemerintah, perbankan, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, serta entitas lainnya (Widianingrum & Dillak, 2023). Kepemilikan institusional memiliki peran penting dalam proses pengawasan manajemen, karena keberadaan investor institusional mendorong terciptanya mekanisme monitoring yang lebih efektif. Apabila proporsi kepemilikan institusional melebihi 5%, kondisi tersebut dinilai mampu meningkatkan nilai perusahaan, mengingat pemegang saham institusional memiliki

kapasitas untuk membatasi perilaku oportunistik manajer. Dengan demikian, manajer menjadi terdorong untuk menunjukkan kinerja yang unggul di hadapan para pemegang saham (Cristofel & Kurniawati, 2021). Pengukuran *institutional ownership* menurut Widianingrum dan Dillak (2023) dirumuskan sebagai berikut :

$$INSOWN = \frac{Jumlah\ Lembar\ Saham\ Kepemilikan\ Institusional}{Jumlah\ Lembar\ Saham\ yang\ Beredar} \times 100\%$$

6) ***Foreign Ownership*** atau **kepemilikan asing** menunjukkan persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh individu, perusahaan, maupun pihak lain yang berasal dari luar negeri (Munisi, 2014). Pada perusahaan BUMN, kepemilikan saham asing dengan proporsi lebih dari 5% dinilai mampu mengurangi dominasi intervensi pemerintah yang berlebihan. Kondisi tersebut berpotensi meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, mengingat investor asing umumnya membawa praktik manajemen, teknologi, inovasi, serta keahlian operasional dan pemasaran yang lebih maju, sehingga dapat memberikan kontribusi positif terhadap kinerja perusahaan (Wiranata, 2013). Pengukuran *foreign ownership* menurut Utama dan Zulfikar (2019) dan Suto dan Toshino (2020) dirumuskan sebagai berikut :

$$FOROWN = \frac{Jumlah\ Lembar\ Saham\ Kepemilikan\ Asing}{Jumlah\ Lembar\ Saham\ yang\ Beredar} \times 100\%$$

3.3.3 Variabel Kontrol

Variabel kontrol merupakan variabel yang disertakan dalam model penelitian bersama variabel independen, tetapi tidak dianalisis secara khusus. Variabel ini digunakan untuk mengurangi variasi data agar hasil penelitian lebih homogen dan dapat diinterpretasikan dengan lebih baik (Sutrisno, 2017). Dalam penelitian ini, variabel kontrol yang digunakan meliputi ukuran perusahaan dan *leverage*.

1) ***Firm Size*** atau **ukuran perusahaan** indikator yang menggambarkan skala besar kecilnya perusahaan dan memiliki peranan penting dalam pengelolaan perusahaan.

Ukuran perusahaan menggambarkan besar atau kecilnya perusahaan yang tercermin dari total aset, tingkat penjualan, serta kapitalisasi pasar (Agustia & Suryani, 2018). Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan diproksikan dengan logaritma natural total aset pada akhir periode, sesuai dengan pendekatan yang digunakan oleh Bansal dan Sharma (2016) serta Ghazali (2020), dan dirumuskan sebagai berikut :

$$COSZ = Ln(Total\ Aset)$$

2) ***Leverage*** merupakan rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur tingkat penggunaan utang dalam struktur permodalan perusahaan serta mencerminkan kondisi kesehatan keuangan perusahaan. Rasio ini dihitung menggunakan DER (*Debt to Equity Ratio*), yang menunjukkan sejauh mana perusahaan membiayai aktivitas operasionalnya melalui utang kepada kreditur. Semakin tinggi nilai rasionya, semakin besar proporsi pendanaan perusahaan yang berasal dari sumber eksternal (Raymond Budiman, 2018). Pengukuran *Debt to Equity Ratio* (DER) dalam penelitian ini mengacu pada Raymond (2018), yang dirumuskan sebagai berikut :

$$DER = \frac{Total\ Liabilitas}{Total\ Ekuitas} \times 100\%$$

3.4 Metode Analisis Data

3.4.1 *Multiple Panel Regression*

Metode analisis data yang diterapkan dalam penelitian ini adalah regresi data panel berganda (*multiple panel regression*). Pendekatan yang dapat digunakan dalam analisis data panel terdiri atas tiga model, yaitu: (1) *Common Effect Model* (CEM), (2) *Fixed Effect Model* (FEM), dan (3) *Random Effect Model* (REM). Setiap model memiliki asumsi dan karakteristik yang berbeda dalam menangkap variasi data, sehingga ketiga pendekatan tersebut diaplikasikan untuk memperoleh model terbaik

yang sesuai dengan karakteristik data penelitian. Metode ini digunakan untuk menganalisis pengaruh sejumlah variabel independen, yaitu ukuran dewan komisaris, dewan komisaris independen, komite audit, kepemilikan pemerintah, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap variabel dependen berupa kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Objek penelitian adalah perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan 2015–2024. Data yang sudah tersedia akan diukur dan diuji menggunakan *software* EViews 13. Model persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BOCSZ_{i,t} + \beta_2 INDCOM_{i,t} + \beta_3 AC_{i,t} + \beta_4 GOVOWN_{i,t} + \beta_5 INSOWN_{i,t} + \beta_6 FOROWN_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 DER_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$TOBQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BOCSZ_{i,t} + \beta_2 INDCOM_{i,t} + \beta_3 AC_{i,t} + \beta_4 GOVOWN_{i,t} + \beta_5 INSOWN_{i,t} + \beta_6 FOROWN_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 DER_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan :

$ROA_{i,t}$ = Kinerja Perusahaan

$TOBQ_{i,t}$ = Nilai Perusahaan

$BOCSZ_{i,t}$ = Ukuran Dewan Komisaris

$INDCOM_{i,t}$ = Dewan Komisaris Independen

$AC_{i,t}$ = Komite Audit

$GOVOWN_{i,t}$ = Kepemilikan Pemerintah

$INSOWN_{i,t}$ = Kepemilikan Institusional

$FOROWN_{i,t}$ = Kepemilikan Asing

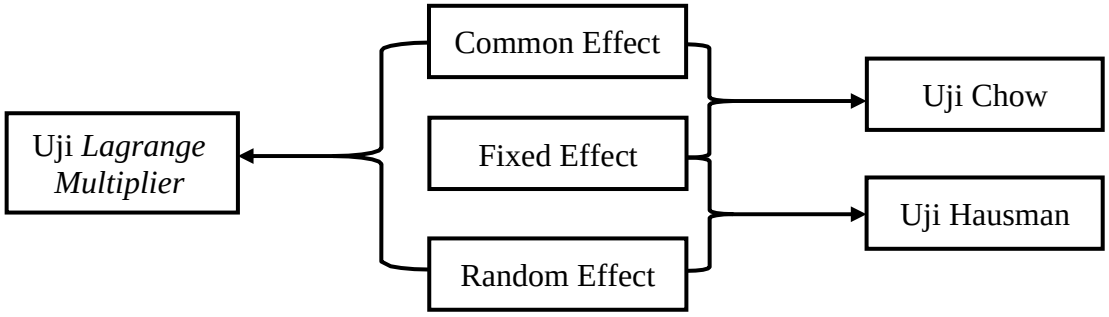
$SIZE_{i,t}$ = Ukuran Perusahaan

$DER_{i,t}$ = *Leverage*

$\varepsilon_{i,t}$ = *Error Term*

3.4.2 Uji Model Estimasi Regresi Data Panel

Dalam analisis regresi data panel terdapat tiga pendekatan model yang dapat digunakan, yaitu *common effect model* (CEM), *fixed effect model* (FEM), dan *random effect model* (REM). Untuk menentukan model yang paling tepat digunakan dalam interpretasi hasil penelitian, dilakukan dua tahapan pengujian, yaitu Uji Chow dan Uji Hausman.



Gambar 3.1 Proses Pemilihan Model Dalam Data Panel

Penelitian ini menggunakan Uji Chow untuk menentukan pemilihan antara CEM dan FEM, selanjutnya Uji Hausman digunakan untuk menentukan apakah FEM atau REM yang paling tepat untuk digunakan. Adapun prosedur pengujian model regresi data panel adalah sebagai berikut :

a. Uji Chow

   Uji Chow digunakan untuk menentukan model regresi data panel yang paling sesuai antara model *common effect* atau *fixed effect*. Pengujian ini didasarkan pada hipotesis nol yang menyatakan tidak adanya heterogenitas individu, serta hipotesis alternatif yang menyatakan adanya perbedaan karakteristik antar *cross section*. Adapun hipotesis yang diajukan dalam Uji Chow adalah sebagai berikut :

   H_0 : Model yang sesuai adalah *common effect model*.

   H_a : Model yang sesuai adalah *fixed effect model*.

   Kriteria pengambilan keputusan dalam Uji Chow adalah sebagai berikut :

1) Apabila nilai probabilitas *cross section chi-square* < α = 0.05, maka H_0 ditolak sehingga model *fixed effect* dinyatakan lebih tepat dan selanjutnya dapat dilanjutkan dengan Uji Hausman.
2) Apabila nilai probabilitas *cross section chi-square* > α = 0.05, maka H_0 diterima sehingga model *common effect* dinilai lebih sesuai dan Uji Hausman tidak perlu dilakukan, namun dilanjutkan dengan Uji Lagrange Multiplier.

Apabila hasil Uji Chow menunjukkan bahwa model *fixed effect* merupakan model yang terpilih, maka tahap selanjutnya adalah melakukan pengujian antara model *fixed effect* dan *random effect* menggunakan Uji Hausman. Sebaliknya, jika hasil pengujian menunjukkan model yang dipilih merupakan *common effect*, maka perlu dilakukan Uji Lagrange Multiplier untuk memilih antara model *common effect* dengan *random effect*.

b. Uji Hausman

Uji Hausman digunakan untuk menentukan model estimasi yang paling tepat antara *fixed effect* dan *random effect* dalam penelitian ini. Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah heterogenitas individu memiliki korelasi dengan variabel independen dalam model. Hipotesis yang digunakan dalam Uji Hausman dirumuskan sebagai berikut :

H_0 : Model yang paling sesuai adalah *random effect model*.

H_a : Model yang paling sesuai adalah *fixed effect model*.

Kriteria pengambilan keputusan dalam Uji Hausman adalah sebagai berikut :

1) Apabila nilai probabilitas *cross section chi-square* < α = 0.05, maka H_0 ditolak sehingga *fixed effect model* dinyatakan lebih tepat digunakan.

2) Apabila nilai probabilitas *cross section chi-square* > α = 0.05, maka H_0 diterima sehingga *random effect model* menjadi model yang paling sesuai untuk digunakan dalam penelitian.

c. Uji Lagrange Multiplier

Uji Lagrange Multiplier (LM) digunakan untuk menentukan model regresi data panel yang paling tepat antara *common effect model* dan *random effect model*. Pengujian ini dilakukan dengan mengajukan hipotesis sebagai berikut :

H_0 : Model yang paling sesuai adalah *common effect model*.

H_a : Model yang paling sesuai adalah *random effect model*.

Kriteria pengambilan keputusan dalam Uji LM adalah sebagai berikut :

1) Apabila nilai probabilitas *cross section one side breusch pagan* < α = 0.05, maka H_0 ditolak sehingga *random effect model* dinyatakan lebih tepat digunakan.
2) Apabila nilai probabilitas *cross section one side breusch pagan* > α = 0.05, maka H_0 diterima sehingga *common effect model* menjadi model yang paling sesuai untuk digunakan dalam penelitian.

3.4.3 Uji Asumsi Klasik

a. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mengidentifikasi adanya pelanggaran terhadap asumsi klasik, ditunjukkan dengan terdapat hubungan linear yang kuat antar variabel independen dalam model regresi. Dalam penelitian ini, indikasi terjadinya multikolinearitas ditentukan berdasarkan nilai koefisien korelasi antar variabel independen. Model dinyatakan mengalami multikolinearitas apabila nilai korelasi antar variabel independen sama dengan atau lebih besar dari 0.90. Hipotesis nol yang menyatakan tidak adanya multikolinearitas dianggap terpenuhi apabila nilai koefisien korelasi antar dua variabel independen kurang dari 0.90.

Kriteria pengambilan keputusan adalah sebagai berikut :

1) H_0 tidak diterima apabila nilai korelasi antar variabel independen ≥ 0.90, yang menunjukkan adanya masalah multikolinearitas.
2) H_0 diterima apabila nilai korelasi antar variabel independen < 0.90, sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat masalah multikolinearitas.

b. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui adanya perbedaan atau ketidaksamaan varians residual dalam model regresi. Apabila varians residual bersifat konstan, maka kondisi tersebut disebut homoskedastisitas, sedangkan apabila terdapat perbedaan varians residual, maka model mengalami heteroskedastisitas. Dalam penelitian ini, pendeteksian heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji Glejser, yaitu dengan meregresikan variabel independen terhadap nilai absolut residual. Pengujian dapat dilakukan dengan uji Glesjer secara manual dengan dengan membentuk variabel *resabs* yang diperoleh dari nilai absolut residual, yaitu *resabs = abs(resid)*.

Kriteria pengambilan keputusan dalam uji Glejser adalah sebagai berikut:

1) H_0 diterima apabila nilai probabilitas > α (0.05), yang menunjukkan tidak terdapat masalah heteroskedastisitas.
2) H_0 tidak diterima apabila nilai probabilitas < α (0.05), yang mengindikasikan adanya masalah heteroskedastisitas dalam model regresi.

3.4.4 Uji Simultan (Uji F)

Uji simultan (Uji F) digunakan untuk mengetahui apakah seluruh variabel independen, yaitu ukuran dewan komisaris, proporsi dewan komisaris independen, keberadaan komite audit, kepemilikan pemerintah, kepemilikan institusional, dan kepemilikan asing, secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap

variabel dependen, yaitu kinerja dan nilai perusahaan yang diproksikan dengan ROA dan Tobin's Q. Hipotesis yang hendak diuji adalah sebagai berikut :

H_0 : Seluruh variabel independen tidak berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen.

H_a : Seluruh variabel independen berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen.

Pengambilan keputusan didasarkan pada nilai signifikansi F, yaitu :

1) Apabila nilai signifikansi F < 0.05, maka H_0 ditolak, yang berarti variabel independen secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependen dan model regresi dinyatakan layak digunakan.
2) Apabila nilai signifikansi F > 0.05, maka H_0 diterima, yang menunjukkan bahwa variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel dependen sehingga model regresi tidak layak digunakan.

3.4.4 Uji *Goodness of Fit* (Uji *Adjusted* R^2)

Pengujian goodness of fit melalui nilai Adjusted R^2 dilakukan untuk mengetahui besarnya kontribusi variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen, dengan asumsi bahwa model regresi telah lolos uji F dan dinyatakan signifikan. Nilai R^2 berada diantara 0 dan 1 ($0 < R^2 > 1$), di mana apabila nilai mendekati angka 1 maka variabel independen dan dependen memiliki hubungan yang semakin dekat. Jika terdapat lebih dari dua variabel, maka yang digunakan adalah nilai *adjusted* R^2. Adapun kriteria keputusannya yaitu :

a. Apabila nilai *adjusted* R^2 mendekati 1, maka hubungan antara variabel independen dan variabel dependen dinilai sangat kuat.

b. Apabila nilai *adjusted* R^2 mendekati 0, maka hubungan antara variabel independen dan variabel dependen dinilai sangat lemah.

3.4.5 Uji t (Uji Parsial)

Pengujian parsial melalui uji t bertujuan untuk menilai signifikansi pengaruh masing-masing variabel independen, yaitu ukuran dewan komisaris, proporsi dewan komisaris independen, keberadaan komite audit, kepemilikan pemerintah, kepemilikan institusional, serta kepemilikan asing, terhadap kinerja dan nilai perusahaan yang diukur dengan ROA dan Tobin's Q. Tingkat signifikan yang digunakan dalam penelitian sebesar 5%, yang berarti risiko kesalahan pengambilan keputusan sebesar 5%. Pengujian hipotesis dalam uji t dirumuskan sebagai berikut :

H_0 : Variabel independen tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen.

H_a : Variabel independen memiliki pengaruh terhadap variabel dependen.

Kriteria pengambilan keputusan ditetapkan sebagai berikut :

a. Apabila nilai signifikansi t < 0.05, maka H_0 ditolak, yang berarti variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen.
b. Apabila nilai signifikansi t > 0.05, maka H_0 diterima, yang berarti variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif untuk menganalisis pengaruh tata kelola perusahaan dan struktur kepemilikan terhadap kinerja dan nilai perusahaan pada perusahaan BUMN yang tercatat di BEI selama periode 2015–2024. Data yang digunakan berupa data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan dipublikasikan oleh masing-masing perusahaan dan publikasi resmi Bursa Efek Indonesia.

Objek penelitian meliputi perusahaan BUMN yang tercatat di BEI secara konsisten selama sepuluh tahun berturut-turut, yaitu mulai pada tahun 2015 hingga 2024. Berdasarkan teknik pengambilan sampel yang telah disebutkan pada bab sebelumnya, yaitu *purposive sampling* didapatkan sampel terpilih sebanyak 19 perusahaan. Dengan demikian, total observasi yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 190 data (19x10). Tahapan seleksi sampel berdasarkan metode purposive sampling disajikan pada Tabel 4.1. :

Tabel 4.1 Hasil Seleksi Sampel Berdasarkan Metode *Purposive Sampling*

Keterangan	Jumlah
Populasi: Perusahaan BUMN baik induk maupun anak perusahaan yang tercatat di BEI	31
Perusahaan BUMN yang tidak tercatat di BEI secara konsisten selama sepuluh tahun berturut-turut, yaitu periode 2015 – 2024.	(9)

Perusahaan BUMN yang tidak menggunakan mata uang rupiah (Rp) dalam laporan tahunannya.	(3)
Jumlah perusahaan BUMN yang masuk kriteria	19
Total data selama 10 tahun (19x10)	190

Sumber: Hasil Penelitian (2025)

4.2 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk menyajikan gambaran umum mengenai karakteristik data penelitian sebelum dilakukan analisis lebih lanjut Dalam penelitian ini, statistik deskriptif mencakup mean (rata-rata), median (nilai tengah), nilai maksimum dan minimum, serta standar deviasi. Selain itu, disajikan pula ukuran distribusi data seperti skewness, kurtosis, dan uji normalitas Jarque-Bera untuk setiap variabel. Penyajian statistik ini bertujuan untuk memberikan pemahaman awal mengenai pola data, tingkat sebaran, serta potensi adanya outlier yang dapat memengaruhi hasil analisis. Oleh karena itu, statistik deskriptif menjadi dasar penting dalam menginterpretasikan kondisi empiris variabel-variabel penelitian terkait tata kelola, struktur kepemilikan, kinerja, dan nilai perusahaan BUMN yang menjadi sampel.

Statistik deskriptif berikut merupakan hasil pengolahan terhadap 190 data observasi yang mencakup variabel Board Size of Commissioners (BOCSZ), Independent Board of Commissioners (INDCOM), Audit Committee (AC), Government Ownership (GOVOWN), Institutional Ownership (INSOWN), Foreign Ownership (FOROWN). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kinerja perusahaan yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA) serta nilai perusahaan yang diukur menggunakan Tobin's Q (TOBQ), dengan Firm Size (SIZE) dan Leverage (DER) sebagai variabel kontrol.

Tabel 4.2 Statistik Deskriptif

Statistik	LNTOBQ	ROA	BOCSZ	INDCOM	AC	GOVOWN	INSOWN	FOROWN	SIZE	LNDER
Mean	0.156921	0.034337	6.352632	0.460469	4.115789	0.626937	0.131552	0.147345	31.67357	0.675546
Median	0.029870	0.025014	6.000000	0.436508	4.000000	0.600233	0.131819	0.106011	31.37617	0.715044
Maximum	2.042914	0.281738	11.00000	0.714286	9.000000	0.910181	0.269869	0.400846	35.42552	2.777488
Minimum	-0.543268	-0.135934	2.000000	0.200000	3.000000	0.510000	0.023575	0.000536	28.81540	-2.223162
Std. Dev.	0.379179	0.053928	1.759891	0.119005	1.283705	0.098872	0.051023	0.123842	1.752439	0.983819
Skewness	1.839892	1.098011	0.505514	0.325364	1.287784	1.073393	0.216200	0.644267	0.490033	-0.002084
Kurtosis	7.894202	6.932785	3.360538	2.088837	4.142808	4.189422	2.513926	2.025904	2.298450	2.148980
Jarque-Bera	296.8277	160.6237	9.121304	9.924849	62.85485	47.68539	3.350628	20.65602	11.50056	5.733670
Probability	0.000000	0.000000	0.010455	0.006996	0.000000	0.000000	0.187249	0.000033	0.003182	0.056879
Sum	29.81503	6.524073	1207.000	87.48914	782.0000	119.1181	24.99485	27.99560	6017.978	128.3538
Sum Sq. Dev.	27.17376	0.549660	585.3737	2.676635	311.4526	1.847605	0.492033	2.898683	580.4269	182.9331
Observations	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Berdasarkan tabel 4.2 di atas, menampilkan statistik deskriptif dari 190 observasi dengan jumlah perusahaan BUMN sebanyak 19 perusahaan dan sepuluh tahun pengamatan. Dari hasil analisis statistik deskriptif diatas dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Nilai Perusahaan (LNTOBQ)

Berdasarkan hasil analisis pada Tabel 4.2, variabel nilai perusahaan yang merupakan hasil transformasi logaritma dari Tobin's Q memiliki nilai rata-rata sebesar 0.156921 dan nilai median sebesar 0.029870. Nilai tertinggi tercatat sebesar 2.042914 yang dimiliki oleh PT. Semen Baturaja Tbk (SMBR) pada tahun 2017, sedangkan nilai minimum sebesar – 5.43268 terdapat pada PT. Wijaya Karya Beton Tbk pada tahun 2024. Nilai standar deviasi sebesar 0.379179 menunjukkan tingkat variasi data yang tergolong moderat. Jika dibandingkan dengan nilai TOBQ sebelum dilakukan transformasi, rentang nilai LNTOBQ menjadi lebih sempit dan tidak lagi menunjukkan penyimpangan ekstrem. Hal ini tercermin dari penurunan nilai skewness yang sebelumnya sebesar 4.924529 menjadi 1.839892, yang mengindikasikan bahwa transformasi logaritma berhasil mengurangi ekor panjang di sisi kanan sebaran data

yang sebelumnya sangat kuat, sehingga distribusi nilai perusahaan menjadi lebih mendekati normal.

2. Kinerja Perusahaan (ROA)

Berdasarkan hasil analisis pada Tabel 4.2 diatas, variabel kinerja perusahaan yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0.034337 dan nilai median sebesar 0.025014. Nilai ROA tertinggi tercatat sebesar 0.281738 yang dimiliki oleh PT. Kimia Farma (Persero) Tbk pada tahun 2023, sementara nilai terendah sebesar – 0.135934 dialami oleh PT. Bukit Asam Tbk pada tahun 2022. Standar deviasi sebesar 0.053928 yang relatif kecil mengindikasikan bahwa tingkat variasi profitabilitas antar-perusahaan selama periode pengamatan tergolong rendah. Kemiringan yang sangat positif 1.098011 menunjukkan adanya ekor panjang di sisi kanan sebaran data. Kurtosis sebesar 6.932785 menunjukkan sebaran yang lebih curam atau sebaran dengan simpul yang lebih tinggi daripada normal, namun tetap dalam batas wajar untuk data keuangan yang umumnya memiliki karakteristik non-normal.

3. Ukuran Dewan Komisaris (*Board of Commissioners Size*)

Berdasarkan hasil analisis pada Tabel 4.2 diatas, variabel ukuran dewan komisaris (BOCSZ) memiliki nilai rata-rata sebesar 6.352632 (dalam satuan orang maka dibulatkan menjadi 6 orang) dan nilai median sebesar 6.000000. Nilai maksimum sebesar 11.000000 atau 11 orang tercatat pada PT. Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk dan PT. Bank Mandiri (Persero) Tbk pada tahun 2023, serta kembali dicapai oleh PT. Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk pada tahun 2024. Sementara itu, nilai terendah sebesar 2.000000 atau dua orang dimiliki oleh PT. PP Properti Tbk pada periode 2015 – 2016. Standar deviasi sebesar 1.759891 mengindikasikan variasi yang moderat. Kemiringan yang sangat positif 0.505514 menunjukkan adanya ekor panjang

di sisi kanan sebaran data. Kurtosis sebesar 3.360538 menunjukkan sebaran yang lebih curam atau sebaran dengan simpul yang lebih tinggi. Uji Jarque-Bera dengan nilai 9.121304 dan probabilitas 0.010455 menegaskan distribusi ukuran dewan komisaris cenderung tidak normal. Berdasarkan 190 observasi, total nilai seluruh observasi adalah 1.207.000 dan total deviasi kuadratnya adalah 585.3737.

4. Dewan Komisaris Independen (*Independent Board of Commissioner*s)

Berdasarkan hasil analisis pada Tabel 4.2 diatas, variabel dewan komisaris independen (INDCOM) mempunyai niai mean sebesar 0.460469 melebihi nilai ideal minimum OJK yaitu 30%, sehingga menunjukkan bahwa perusahaan telah memenuhi prinsip tata kelola yang baik. Nilai tertinggi sebesar 0.714286 dicapai oleh PT. Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk pada tahun 2019, yang mencerminkan dominasi unsur independensi dalam struktur dewan komisaris perusahaan tersebut. Sementara itu, nilai terendah variabel ini sebesar 2.000000 tercatat pada PT. Semen Indonesia (Persero) Tbk pada tahun 2017. Nilai standar deviasi sebesar 0.119005 mengindikasikan tingkat variasi proporsi dewan komisaris independen yang relatif rendah antarperusahaan. Kemiringan yang sangat positif 0.325364 menunjukkan adanya ekor panjang di sisi kanan sebaran data. Kurtosis sebesar 2.088837 menunjukkan sebaran yang lebih curam atau sebaran dengan simpul yang lebih tinggi. Uji Jarque-Bera dengan nilai 9.924849 dan probabilitas 0.006996 menegaskan distribusi dewan komisaris independen tidak normal. Berdasarkan 190 observasi, total nilai seluruh observasi adalah 87.48914 dan total deviasi kuadratnya adalah 2.676635.

5. Komite Audit (*Audit Committee*)

Berdasarkan hasil analisis pada Tabel 4.2, variabel komite audit (AC) mempunyai niai mean sebesar 4.115789 (dalam satuan orang maka dibulatkan menjadi 5 orang) dan nilai median sebesar 4.000000. Nilai maksimum jumlah komite audit tercatat sebesar

9.000000 (9 orang) tercatat pada PT. Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk pada tahun 2024. Sementara itu, nilai terendah sebesar 3.000000 (tiga orang) dimiliki oleh beberapa perusahaan, yang menunjukkan bahwa mayoritas perusahaan telah memenuhi ketentuan minimum jumlah komite audit sebagaimana ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK), yaitu minimal tiga anggota. Nilai standar deviasi sebesar 1.283705 mengindikasikan adanya perbedaan ukuran komite audit yang cukup besar antarperusahaan. Kemiringan yang sangat positif 1.287784 menunjukkan adanya ekor panjang di sisi kanan sebaran data. Kurtosis sebesar 4.142808 menunjukkan sebaran yang lebih curam atau sebaran dengan simpul yang lebih tinggi. Uji Jarque-Bera dengan nilai 62.85485 dan probabilitas 0.000000 menegaskan distribusi komite audit cenderung tidak normal. Berdasarkan 190 observasi, total nilai seluruh observasi adalah 782.0000 dan total deviasi kuadratnya adalah 311.4526.

6. Kepemilikan Pemerintah (*Government Ownership*)

Berdasarakan hasil analisis pada Tabel 4.2 diatas, variabel kepemilikan pemerintah (GOVOWN) mempunyai niai mean sebesar 0.626937 nilai median sebesar 0.600233, menunjukkan bahwa sampel banyak didominasi oleh perusahaan dengan kontrol negara. Nilai maksimum kepemilikan pemerintah sebesar 0.910181 tercatat PT. Wijaya Karya (Persero) Tbk tahun 2024, sedangkan nilai minimum sebesar 0.510000 dimiliki oleh beberapa perusahaan. Kondisi tersebut menunjukkan variasi moderat namun tetap terkonsentrasi pada perusahaan dengan porsi kepemilikan negara yang kuat. Standar deviasi sebesar 0.098872 mengindikasikan variasi yang relatif kecil. Kemiringan yang sangat positif 1.073393 menunjukkan adanya ekor panjang di sisi kanan sebaran data. Kurtosis sebesar 4.189422 menunjukkan sebaran yang lebih curam atau sebaran dengan simpul yang lebih tinggi. Uji Jarque-Bera dengan nilai 47.68539 dan probabilitas 0.000000 menegaskan distribusi kepemilikan pemerintah tidak normal. Berdasarkan

190 observasi, total nilai seluruh observasi adalah 119.1181 dan total deviasi kuadratnya adalah 1.847605.

7. Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*)

Berdasarkan hasil analisis pada Tabel 4.2 diatas, variabel kepemilikan institusional (INSOWN) memiliki nilai rata-rata sebesar 0.131552 dengan nilai median sebesar 0.131819. Hasil ini menunjukkan bahwa pada sebagian besar perusahaan sampel, porsi kepemilikan oleh institusi relatif tidak dominan. Nilai tertinggi variabel ini sebesar 0.269869 tercatat pada PT. Pembangunan Perumahan (Persero) Tbk tahun 2015, sedangkan nilai terendah sebesar 0.023575 dimiliki oleh PT. Wijaya Karya (Persero) Tbk pada tahun 2024. Standar deviasi sebesar 0.051023 mencerminkan bahwa variabilitas antar perusahaan relatif kecil. Kemiringan yang sangat positif 0.216200 menunjukkan adanya ekor panjang di sisi kanan sebaran data. Kurtosis sebesar 2.513926 menunjukkan sebaran yang lebih curam atau sebaran dengan simpul yang lebih tinggi. Uji Jarque-Bera dengan nilai 3.350628 dan probabilitas 0.187249 menunjukkan distribusi kepemilikan institusional cenderung normal-moderat dibanding variabel lain, meskipun Jarque-Bera tetap signifikan. Berdasarkan 190 observasi, total nilai seluruh observasi adalah 24.99485 dan total deviasi kuadratnya adalah 0.492033.

8. Kepemilikan Asing (*Foreign Ownership*)

Berdasarkan hasil analisis pada Tabel 4.2 diatas, variabel kepemilikan asing (FOROWN) mempunyai niai mean sebesar 0.147345 nilai median 0.106011. Meskipun demikian, rentang nilai yang cukup lebar terlihat dari nilai maksimum sebesar 0.400846 yang dimiliki oleh PT. Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk pada periode 2016 – 2017, serta nilai minimum sebesar 0.000536 yang tercatat pada PT. Kimia Farma (Persero) Tbk pada tahun 2024. Kondisi ini menunjukkan perbedaan yang sangat mencolok antara perusahaan dengan keterlibatan asing tinggi dan hampir tidak ada.

Standar deviasi sebesar 0.123842 mengindikasikan variasi substansial. Kemiringan yang sangat positif 0.644267 menunjukkan adanya ekor panjang di sisi kanan sebaran data. Kurtosis sebesar 2.025904 menunjukkan sebaran yang lebih curam atau sebaran dengan simpul yang lebih tinggi. Uji Jarque-Bera dengan nilai 20.65602 dan probabilitas 0.000033 menegaskan distribusi kepemilikan asing tidak normal. Berdasarkan 190 observasi, total nilai seluruh observasi adalah 27.99560 dan total deviasi kuadratnya adalah 2.898683.

9. Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Berdasarkan hasil analisis pada Tabel 4.2, variabel ukuran perusahaan (SIZE) mempunyai nilai mean sebesar 31.67357 dan nilai median sebesar 31.37617. Nilai tertinggi tercatat sebesar 35.42552 yang dimiliki oleh PT. Bank Mandiri (Persero) Tbk pada tahun 2024, sedangkan nilai terendah sebesar 28.81540 dimiliki oleh PT. Semen Baturaja Tbk (SMBR) pada tahun 2015. Standar deviasi sebesar 1.752439 menunjukkan variasi yang cukup besar dalam ukuran perusahaan. Kemiringan yang sangat positif 0.490033 menunjukkan adanya ekor panjang di sisi kanan sebaran data. Kurtosis sebesar 2.298450 menunjukkan sebaran yang lebih curam atau sebaran dengan simpul yang lebih tinggi. Uji Jarque-Bera dengan nilai 11.50056 dan probabilitas 0.003182 menegaskan distribusi SIZE cenderung tidak normal. Berdasarkan 190 observasi, total nilai seluruh observasi adalah 6017.978 dan total deviasi kuadratnya adalah 580.4269.

10. Leverage

Berdasarkan hasil analisis pada Tabel 4.2 diatas, variabel *leverage* yang telah ditransformasi logaritma natural (LNDER), menunjukkan perbaikan distribusi yang signifikan dibandingkan dengan DER sebelum transformasi. Variabel *leverage* mempunyai niai mean sebesar 0.675546 dan nilai median sebesar 0.715044. Nilai tertinggi tercatat sebesar 2.777488 yang dimiliki oleh PT. Bank Tabungan Negara

(Persero) Tbk pada tahun 2020, sedangkan nilai terendah sebesar – 2.223162 tercatat pada PT. Semen Baturaja Tbk (SMBR) pada tahun 2015. Standar deviasi sebesar 0.983819 mengindikasikan variasi yang moderat dan tidak lagi dipengaruhi oleh outlier ekstrem. Nilai skewness berubah dari 1.794584 menjadi – 0.002084, yang menunjukkan bahwa data telah menjadi jauh lebih simetris. Nilai kurtosis juga menurun dari 6.637084 menjadi 2.148980, mendekati distribusi normal. Berdasarkan 190 observasi, total nilai seluruh observasi adalah 128.3538 dan total deviasi kuadratnya adalah 182.9331.

Secara keseluruhan, sebagian besar variabel menunjukkan distribusi yang tidak normal, yang terlihat dari nilai skewness positif (*right-skewed*) dan kurtosis tinggi, menunjukkan bahwa data memiliki ekor kanan panjang dan distribusi runcing, Hasil uji normalitas Jarque-Bera yang signifikan pada hampir semua variabel memperkuat adanya penyimpangan distribusi normal, sehingga analisis selanjutnya kemungkinan membutuhkan metode yang robust terhadap outlier atau ketidaknormalan, seperti regresi panel dengan FEM atau REM. Variasi antar perusahaan juga cukup tinggi yang mencerminkan heterogenitas karakteristik perusahaan dalam sampel.

4.3 Uji Regresi Data Panel

4.3.1 Model Estimasi Regresi Data Panel

4.3.1.1 Common Effect Model

Model *common effect* merupakan pendekatan regresi data panel yang menggabungkan data *time series* dan *cross section* dengan asumsi bahwa tidak terdapat perbedaan intersep maupun koefisien regresi antar individu dan antar periode waktu. Metode estimasi yang digunakan adalah *Ordinary Least Square* (OLS) untuk memperoleh estimasi parameter regresi dari data sampel. Oleh karena itu, pendekatan ini dikenal sebagai *Common Effect Model*.

Tabel 4.3 ROA Common Effect Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.264430	0.145521	-1.817122	0.0709
BOCSZ	-0.003389	0.003310	-1.023833	0.3073
INDCOM	-0.014562	0.031477	-0.462629	0.6442
AC	0.003025	0.003732	0.810457	0.4187
GOVOWN	-0.020098	0.045713	-0.439664	0.6607
INSOWN	0.094507	0.071498	1.321825	0.1879
FOROWN	0.084903	0.059767	1.420581	0.1572
SIZE	0.010427	0.005364	1.944039	0.0534
LNDER	-0.041521	0.005002	-8.301103	0.0000

R-squared	0.469696	Mean dependent var	0.034337
Adjusted R-squared	0.446257	S.D. dependent var	0.053928
S.E. of regression	0.040130	Akaike info criterion	-3.547170
Sum squared resid	0.291487	Schwarz criterion	-3.393364
Log likelihood	345.9812	Hannan-Quinn criter.	-3.484865
F-statistic	20.03917	Durbin-Watson stat	0.617314
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Tabel 4.4 Tobin's Q Common Effect Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.543869	1.085683	0.500946	0.6170
BOCSZ	-0.010718	0.024698	-0.433981	0.6648
INDCOM	0.147468	0.234836	0.627962	0.5308
AC	0.016571	0.027843	0.595175	0.5525
GOVOWN	2.712238	0.341049	7.952628	0.0000
INSOWN	2.964688	0.533418	5.557906	0.0000
FOROWN	3.062432	0.445897	6.868022	0.0000
SIZE	-0.093227	0.040016	-2.329741	0.0209
LNDER	-0.064821	0.037317	-1.737047	0.0841

R-squared	0.402935	Mean dependent var	0.156921
Adjusted R-squared	0.376545	S.D. dependent var	0.379179
S.E. of regression	0.299396	Akaike info criterion	0.472113
Sum squared resid	16.22451	Schwarz criterion	0.625920
Log likelihood	-35.85075	Hannan-Quinn criter.	0.534418
F-statistic	15.26867	Durbin-Watson stat	0.795764
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

4.3.1.2 Fixed Effect Model

Fixed Effect Model mengasumsikan bahwa perbedaan karakteristik individu maupun waktu tercermin pada nilai intersep, sementara koefisien variabel independen dianggap tetap. Untuk menangkap perbedaan tersebut, model ini memasukkan variabel dummy berdasarkan unit cross section atau time series, sehingga memungkinkan adanya variasi intersep antar unit pengamatan. Pendekatan estimasi yang menggunakan variabel dummy ini dikenal sebagai *Least Square Dummy Variable* (LSDV) atau sering disebut pula sebagai *covariance model*.

Tabel 4.5 ROA Fixed Effect Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.420167	0.270671	-1.552317	0.1225
BOCSZ	-0.003784	0.002916	-1.297742	0.1962
INDCOM	0.009812	0.025798	0.380355	0.7042
AC	0.001080	0.003498	0.308687	0.7580
GOVOWN	0.043512	0.083465	0.521326	0.6028
INSOWN	0.045914	0.070731	0.649140	0.5172
FOROWN	0.229806	0.062624	3.669634	0.0003
SIZE	0.014100	0.008079	1.745372	0.0828
LNDER	-0.065430	0.007111	-9.201489	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.798752	Mean dependent var		0.034337
Adjusted R-squared	0.766651	S.D. dependent var		0.053928
S.E. of regression	0.026051	Akaike info criterion		-4.326609
Sum squared resid	0.110618	Schwarz criterion		-3.865190
Log likelihood	438.0279	Hannan-Quinn criter.		-4.139695
F-statistic	24.88252	Durbin-Watson stat		1.502643
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Tabel 4.6 Tobin's Q Fixed Effect Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.708461	2.862358	3.042408	0.0027
BOCSZ	0.023124	0.030834	0.749957	0.4544
INDCOM	-0.139785	0.272815	-0.512382	0.6091

AC	-0.014823	0.036996	-0.400671	0.6892
GOVOWN	1.474847	0.882648	1.670935	0.0967
INSOWN	1.779905	0.747985	2.379599	0.0185
FOROWN	1.880648	0.662250	2.839786	0.0051
SIZE	-0.316648	0.085431	-3.706472	0.0003
LNDER	0.030204	0.075197	0.401665	0.6885

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.544759	Mean dependent var	0.156921
Adjusted R-squared	0.472144	S.D. dependent var	0.379179
S.E. of regression	0.275487	Akaike info criterion	0.390387
Sum squared resid	12.37061	Schwarz criterion	0.851806
Log likelihood	-10.08678	Hannan-Quinn criter.	0.577301
F-statistic	7.502004	Durbin-Watson stat	0.992666
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

4.3.1.3 Random Effect Model

Random Effect Model merupakan pendekatan regresi data panel yang mengakomodasi perbedaan karakteristik individu dan waktu melalui komponen error. Berbeda dengan *Fixed Effect Model* yang menggunakan variabel dummy, model ini memasukkan variasi tersebut ke dalam residual yang bersifat acak. Pendekatan random effect bertujuan untuk meningkatkan efisiensi estimasi *least square* dengan memperhitungkan unsur error yang berasal dari perbedaan antar *cross-section* dan *time series*. Estimasi parameter pada *Random Effect Model* dilakukan menggunakan metode *Generalized Least Square* (GLS).

Tabel 4.7 ROA Random Effect Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.314691	0.191290	-1.645096	0.1017
BOCSZ	-0.003770	0.002845	-1.325028	0.1868
INDCOM	0.010404	0.025371	0.410062	0.6822
AC	0.000992	0.003393	0.292482	0.7703
GOVOWN	0.036203	0.069034	0.524428	0.6006
INSOWN	0.054960	0.066708	0.823893	0.4111

FOROWN	0.204170	0.051889	3.934754	0.0001
SIZE	0.010843	0.005929	1.828822	0.0691
LNDER	-0.058254	0.006385	-9.123397	0.0000

Effects Specification		
	S.D.	Rho
Cross-section random	0.037610	0.6758
Idiosyncratic random	0.026051	0.3242

Weighted Statistics			
R-squared	0.452088	Mean dependent var	0.007347
Adjusted R-squared	0.427871	S.D. dependent var	0.034438
S.E. of regression	0.026048	Sum squared resid	0.122812
F-statistic	18.66815	Durbin-Watson stat	1.357005
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.354073	Mean dependent var	0.034337
Sum squared resid	0.355040	Durbin-Watson stat	0.469403

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Tabel 4.8 Tobin's Q Random Effect Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.527603	1.406160	1.086365	0.2788
BOCSZ	0.002655	0.027381	0.096949	0.9229
INDCOM	-0.032316	0.250989	-0.128755	0.8977
AC	0.007146	0.032135	0.222356	0.8243
GOVOWN	2.525368	0.478969	5.272513	0.0000
INSOWN	2.605986	0.611276	4.263190	0.0000
FOROWN	2.998813	0.480886	6.236011	0.0000
SIZE	-0.118268	0.047864	-2.470926	0.0144
LNDER	-0.035568	0.050067	-0.710398	0.4784

Effects Specification		
	S.D.	Rho
Cross-section random	0.141861	0.2096
Idiosyncratic random	0.275487	0.7904

Weighted Statistics			
R-squared	0.297095	Mean dependent var	0.082117
Adjusted R-squared	0.266028	S.D. dependent var	0.323708
S.E. of regression	0.277328	Sum squared resid	13.92082
F-statistic	9.562871	Durbin-Watson stat	0.915681

Prob(F-statistic)	0.000000		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.393332	Mean dependent var	0.156921
Sum squared resid	16.48545	Durbin-Watson stat	0.773230

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

4.3.2 Metode Pemilihan Model Estimasi Regresi Data Panel

Berdasarkan ketiga pendekatan estimasi regresi data panel yang telah dijelaskan sebelumnya, selanjutnya ditentukan model yang paling sesuai dengan tujuan penelitian. Pemilihan model regresi data panel dilakukan melalui beberapa pengujian statistik, yaitu: (1) *Chow Test*, untuk membandingkan *Common Effect* dengan *Fixed Effect*, (2) *Hausman Test*, untuk menentukan model terbaik antara *Fixed Effect* dan *Random Effect*, dan (3) *Lagrange Multiplier Test*, untuk membandingkan *Random Effect* dengan *Common Effect*. Berikut ini merupakan tahapan pemilihan model regresi data panel yang digunakan dalam penelitian ini :

4.3.2.1 Uji Chow

Uji Chow digunakan untuk menentukan model yang paling tepat antara CEM dan FEM. Pengujian ini dilakukan dengan menambahkan variabel dummy guna mengidentifikasi perbedaan nilai intersep antar unit observasi. Uji ini bertujuan untuk menguji apakah regresi data panel dengan pendekatan *Fixed Effect* lebih baik dibandingkan dengan *Common Effect* yang tidak menggunakan variabel dummy. Hasil pengujian *Chow Test* ditampilkan pada tabel berikut :

Tabel 4.9 Hasil Uji Chow ROA

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	14.806542	(18,163)	0.0000
Cross-section Chi-square	184.093451	18	0.0000

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Berdasarakan hasil Uji Chow untuk variabel ROA diatas menunjukkan bahwa nilai *Probability Cross-section Chi-square* sebesar 0.0000, yang nilainya berada di bawah batas signifikansi 0.05. Dengan demikian, hipotesis alternatif (H_a) diterima dan hipotesis nol (H_0) ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa *Fixed Effect Model* lebih sesuai dibandingkan dengan *Common Effect Model*, sehingga analisis selanjutnya dilanjutkan dengan uji Hausman.

Tabel 4.10 Hasil Uji Chow Tobin's Q

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.821139	(18,163)	0.0003
Cross-section Chi-square	51.527930	18	0.0000

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Berdasarakan hasil Uji Chow untuk variabel Tobin's Q diatas menunjukkan bahwa nilai *Probability Cross-section Chi-square* sebesar 0.0000, yang nilainya berada di bawah batas signifikansi 0.05. Dengan demikian, hipotesis alternatif (H_a) diterima dan hipotesis nol (H_0) ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa *Fixed Effect Model* lebih sesuai dibandingkan dengan *Common Effect Model*, sehingga analisis selanjutnya dilanjutkan dengan uji Hausman.

4.3.2.2 Uji Hausman

Uji Hausman dilakukan untuk menentukan model yang paling tepat antara *Fixed Effect Model* dan *Random Effect Model*. Pengujian ini bertujuan untuk menilai apakah estimasi regresi data panel dengan pendekatan *Generalized Least Square* (*Random Effect Model*) lebih sesuai dibandingkan dengan pendekatan *Least Square Dummy Variable* (*Fixed Effect Model*). Hasil perhitungan Uji Hausman disajikan pada tabel berikut ini :

Tabel 4.11 Hasil Uji Hausman ROA

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	7.968776	8	0.4365

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Berdasarkan hasil Uji Hasuman untuk variabel ROA diatas menunjukkan bahwa nilai *Probability Cross-section Chi-square* sebesar 0.4365, yang lebih besar dari tingkat signifikansi 0.05. Dengan demikian, keputusan yang diambil adalah menerima hipotesis nol (H_0), sehingga dapat disimpulkan bahwa *Random Effect Model* lebih tepat digunakan dibandingkan dengan *Fixed Effect Model*. Oleh karena itu, model terbaik yang digunakan dalam analisis regresi data panel terhadap ROA adalah *Random Effect Model* (REM), sehingga uji LM tidak perlu dilakukan lagi.

Tabel 4.12 Hasil Uji Hausman Tobin's Q

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.426150	8	0.2364

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Berdasarkan hasil Uji Hasuman untuk variabel Tobin's Q diatas menunjukkan bahwa nilai *Probability Cross-section Chi-square* sebesar 0.2364, yang lebih besar dari tingkat signifikansi 0.05. Dengan demikian, keputusan yang diambil adalah menerima hipotesis nol (H_0), sehingga dapat disimpulkan bahwa *Random Effect Model* lebih tepat digunakan dibandingkan dengan *Fixed Effect Model*. Oleh karena itu, model terbaik yang digunakan dalam analisis regresi data panel terhadap Tobin's Q adalah *Random Effect Model* (REM), sehingga uji LM tidak perlu dilakukan lagi.

4.4 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik merupakan tahapan penting dalam analisis regresi yang bertujuan untuk memastikan bahwa model yang digunakan telah memenuhi persyaratan statistik sehingga hasil estimasi bersifat tidak bias, konsisten, dan efisien. Dalam analisis regresi konvensional, uji asumsi klasik umumnya meliputi uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, autokorelasi, dan linearitas. Namun, penerapan uji asumsi klasik dalam regresi data panel memiliki karakteristik yang berbeda dibandingkan regresi time series atau cross section murni, sehingga tidak seluruh pengujian tersebut wajib dilakukan.

Penelitian ini menggunakan regresi data panel, sehingga pengujian asumsi klasik dilakukan secara selektif dengan mempertimbangkan karakteristik data dan pendekatan estimasi yang digunakan. Mengacu pada teori yang dikemukakan oleh Ekananda (2016), uji normalitas dan autokorelasi tidak diwajibkan dalam regresi data panel. Selain itu, uji linearitas juga tidak dilakukan karena model regresi sejak awal telah diasumsikan bersifat linier. Uji normalitas tidak menjadi persyaratan utama dalam data panel, terutama ketika jumlah sampel penelitian relatif besar. Mengacu pada *Central Limit Theorem* bahwa data terdistribusi normal apabila sampel data lebih dari 30 (n>30), maka data dalam penelitian ini telah memenuhi asumsi normalitas dikarenakan menggunakan data sebanyak 190 sampel. Sementara itu, autokorelasi umumnya terjadi pada data *time series*, sehingga pengujiannya tidak relevan untuk data panel yang mengombinasikan dimensi waktu dan individu.

Uji multikolinearitas perlu dilakukan jika dalam regresi data panel menggunakan lebih dari satu variabel bebas. Uji heteroskedastisitas harus dilakukan karena heteroskedastisitas lebih sering terjadi pada data *cross section*. Dengan demikian, sesuai dengan pendapat Agus dan Basuki (2016:297), tidak seluruh uji

asumsi klasik harus diterapkan dalam regresi data panel, yang perlu dilakukan hanya pada uji multikolinieritas dan heteroskedastisitas. Oleh sebab itu, penelitian ini hanya akan menguji multikolinearitas dan heterokedastisitas.

4.4.1 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mendeteksi ada atau tidaknya pelanggaran asumsi klasik berupa hubungan linear yang kuat antar variabel independen dalam model regresi (Ghazali, 2017). Model regresi yang baik seharusnya tidak memperlihatkan korelasi yang tinggi di antara variabel bebas. Apabila terdapat korelasi yang kuat antar variabel independen, maka variabel tersebut tidak bersifat ortogonal, di mana secara ideal korelasi antar variabel independen seharusnya bernilai nol. Apabila multikolinearitas terjadi, maka hasil estimasi regresi menjadi kurang akurat dan sulit diinterpretasikan. Dalam penelitian ini, peneliti menerapkan metode korelasi untuk mengidentifikasi masalah multikolinearitas. Metode korelasi dilakukan dengan cara menguji korelasi parsial di antara variabel independen. Suatu model dianggap mengandung multikolinearitas jika koefisien korelasi antar variabel independennya melebihi 0.90 (Basuki, 2021 dan Napitupulu *et al.*, 2021). Kriteria hipotesisnya adalah H_0 menyatakan bahwa tidak terjadi multikolinearitas antar variabel, sedangkan H_1 menyatakan bahwa terjadi multikolinearitas antar variabel. Apabila multikolinearitas terjadi, maka dapat dilakukan transformasi data, penghapusan atau penggabungan variabel yang memiliki korelasi tinggi, atau penambahan jumlah sampel. Hasil uji multikolinearitas disajikan pada tabel berikut :

Tabel 4.13 Hasil Uji Multikolinearitas

	BOCSZ	INDCOM	AC	GOVOWN	INSOWN	FOROWN	SIZE	LNDER
BOCSZ	1.000000	0.182242	0.700826	-0.333522	-0.272570	0.702934	0.836643	0.416125
INDCOM	0.182242	1.000000	0.337815	0.049202	-0.282349	0.057903	0.391789	0.436849
AC	0.700826	0.337815	1.000000	-0.232242	-0.303820	0.640626	0.743558	0.337134
GOVOWN	-0.333522	0.049202	-0.232242	1.000000	-0.164272	-0.627094	-0.368457	-0.103370
INSOWN	-0.272570	-0.282349	-0.303820	-0.164272	1.000000	-0.305062	-0.297339	-0.080158
FOROWN	0.702934	0.057903	0.640626	-0.627094	-0.305062	1.000000	0.734991	0.159228
SIZE	0.836643	0.391789	0.743558	-0.368457	-0.297339	0.734991	1.000000	0.637040
LNDER	0.416125	0.436849	0.337134	-0.103370	-0.080158	0.159228	0.637040	1.000000

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas pada Tabel 4.13 diatas, menunjukkan bahwa nilai korelasi antar variabel independen seluruhnya berada di bawah ambang batas 0.90. Sesuai dengan kriteria yang dikemukakan oleh Basuki (2021) dan Napitupulu *et al*. (2021) yang menyatakan multikolinearitas berpotensi terjadi apabila korelasi antar variabel bebas melebihi angka tersebut. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengandung gejala multikolinearitas, yang ditunjukkan dari nilai *tolerance* setiap variabel independent < 0.90.

4.4.2 Uji Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk menguji ada tidaknya ketidaksamaan varians residual dalam model regresi. Varians residual yang konstan menunjukkan homoskedastisitas, sedangkan varians yang berbeda menunjukkan heteroskedastisitas. Dalam penelitian ini, pendeteksian heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji Glejser, yaitu dengan meregresikan variabel independen terhadap nilai absolut residual. Kriteria pengujian menyatakan bahwa apabila nilai signifikansi variabel independen < 0.05 maka model mengalami heteroskedastisitas. Apabila nilai signifikansi variabel independen > 0.05 maka model dinyatakan bebas dari heteroskedastisitas (Ghozali, 2017). Hasil pengujian heteroskedastisitas model ROA disajikan pada tabel berikut :

Tabel 4.14 Hasil Uji Heterokedastisitas ROA

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.025391	0.135851	0.186903	0.8519
BOCSZ	0.004242	0.002100	2.019810	0.0449
INDCOM	-0.033597	0.018765	-1.790411	0.0751
AC	-0.000505	0.002502	-0.201901	0.8402
GOVOWN	-0.037363	0.049239	-0.758807	0.4490
INSOWN	-0.045190	0.048957	-0.923056	0.3572
FOROWN	-0.103913	0.037847	-2.745595	0.0066
SIZE	0.001302	0.004251	0.306222	0.7598
LNDER	0.000736	0.004625	0.159091	0.8738

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Berdasarkan hasil uji heterokedastisitas ROA pada Tabel 4.14 diatas, dapat diketahui terdapat 2 variabel yang nilai signifikasinya < 0.05 yakni variabel ukuran dewan komisaris dan kepemilikan asing. Maka keputusannya adalah tolak H_0, hal ini berarti terdapat masalah heteroskedastisitas. Dikarenakan terjadi masalah heteroskedastisitas maka asumsi klasik pada model regresi panel tidak terpenuhi. Maka sebelum melanjutkan pada uji signifikasi parameter (uji t dan uji f), harus mengatasi masalah heteroskedastisitas terlebih dahulu sehingga hasil pengujian hipotesis tidak menyesatkan. Masalah heteroskedastisitas dan autokorelasi pada regresi data panel dapat diatasi dengan menggunakan *White Robust Standard Errors* dengan *white cross-section period cluster* sehingga hasil estimasi lebih valid dan reliabel secara statistic (Ghozali, 2017). Sedangkan hasil pengujian heteroskedastisitas model Tobin's Q disajikan pada tabel berikut :

Tabel 4.15 Hasil Uji Heterokedastisitas Tobin's Q

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.174068	0.784199	0.221969	0.8246
BOCSZ	-0.015251	0.016149	-0.944399	0.3462
INDCOM	0.165745	0.149793	1.106491	0.2700
AC	0.045367	0.018778	2.415960	0.0167
GOVOWN	0.621163	0.258847	2.399736	0.0174

INSOWN	0.906337	0.356155	2.544782	0.0118
FOROWN	0.319720	0.285597	1.119479	0.2644
SIZE	-0.019848	0.027425	-0.723717	0.4702
LNDER	-0.094364	0.027669	-3.410518	0.0008

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Berdasarkan hasil uji heterokedastisitas Tobin's Q pada Tabel 4.15 diatas, dapat diketahui terdapat 4 variabel yang nilai signifikasinya < 0.05 yakni variabel komite audit, kepemilikan pemerintah, kepemilikan institusional dan *leverage*. Maka keputusannya adalah tolak H_0, hal ini berarti terdapat masalah heteroskedastisitas. Dikarenakan terjadi masalah heteroskedastisitas maka asumsi klasik pada model regresi panel tidak terpenuhi. Maka sebelum melanjutkan pada uji signifikasi parameter (uji t dan uji f), harus mengatasi masalah heteroskedastisitas terlebih dahulu sehingga hasil pengujian hipotesis tidak menyesatkan. Untuk melakukan koreksi terhadap permasalahan heteroskedastisitas tersebut, dapat dilakukan dengan menggunakan regresi model *White Robust Standard Errors* dengan *white cross-section period cluster* sehingga hasil estimasi lebih valid dan reliabel secara statistic (Ghozali, 2017).

4.4.3 *White Robust Standard Errors*

White Robust Standard Errors bekerja dengan cara mengoreksi perhitungan varians dan standar error dari koefisien regresi, tanpa mengubah nilai koefisien regresi sehingga menghasilkan hasil uji t dan uji f yang valid meskipun asumsi homoskedastisitas dilanggar. Berikut hasil estimasi model *random effect* dengan *White robust standard errors* dengan bantuan *software* EViews :

Tabel 4.16 Random Effect ROA dengan White Robust Standard Errors

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.314691	0.192753	-1.632611	0.1370
BOCSZ	-0.003770	0.002589	-1.455858	0.1794

INDCOM	0.010404	0.024465	0.425246	0.6806
AC	0.000992	0.001704	0.582467	0.5746
GOVOWN	0.036203	0.036214	0.999714	0.3436
INSOWN	0.054960	0.088768	0.619144	0.5512
FOROWN	0.204170	0.068365	2.986490	0.0153
SIZE	0.010843	0.006255	1.733646	0.1170
LNDER	-0.058254	0.007433	-7.837115	0.0000

Effects Specification		
	S.D.	Rho
Cross-section random	0.037610	0.6758
Idiosyncratic random	0.026051	0.3242

Weighted Statistics			
R-squared	0.452088	Mean dependent var	0.007347
Adjusted R-squared	0.427871	S.D. dependent var	0.034438
S.E. of regression	0.026048	Sum squared resid	0.122812
F-statistic	18.66815	Durbin-Watson stat	1.357005
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.354073	Mean dependent var	0.034337
Sum squared resid	0.355040	Durbin-Watson stat	0.469403

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Dengan memperoleh perbaikan terhadap masalah heteroskedastisitas maka dapat dilanjutkan pada uji signifikasi parameter.

Tabel 4.17 Random Effect Tobin's Q dengan White Robust Standard Errors

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.527603	0.911303	1.676284	0.1280
BOCSZ	0.002655	0.017725	0.149765	0.8843
INDCOM	-0.032316	0.325070	-0.099412	0.9230
AC	0.007146	0.019027	0.375546	0.7160
GOVOWN	2.525368	0.792773	3.185488	0.0111
INSOWN	2.605986	0.854748	3.048836	0.0138
FOROWN	2.998813	0.449424	6.672564	0.0001
SIZE	-0.118268	0.030517	-3.875453	0.0038
LNDER	-0.035568	0.052462	-0.677978	0.5148

Effects Specification		
	S.D.	Rho

Cross-section random		0.141861	0.2096
Idiosyncratic random		0.275487	0.7904
Weighted Statistics			
R-squared	0.297095	Mean dependent var	0.082117
Adjusted R-squared	0.266028	S.D. dependent var	0.323708
S.E. of regression	0.277328	Sum squared resid	13.92082
F-statistic	9.562871	Durbin-Watson stat	0.915681
Prob(F-statistic)	0.000000		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.393332	Mean dependent var	0.156921
Sum squared resid	16.48545	Durbin-Watson stat	0.773230

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Dengan memperoleh perbaikan terhadap masalah heteroskedastisitas maka dapat dilanjutkan pada uji signifikasi parameter.

4.5 Hasil Analisis Regresi Data Panel

4.5.1 Model Regresi ROA

Pengujian menggunakan model regresi berganda ROA dilakukan untuk menganalisis pengaruh variabel tata kelola perusahaan yang terdiri dari ukuran dewan komisaris, dewan komiasaris independen, dan komite audit, serta variabel struktur kepemilikan yang meliputi kepemilikan pemerintah, kepemilikan institusional, dan kepemilikan asing dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan *leverage* terhadap kinerja perusahaan (ROA). Model ini disusun untuk mengetahui sejauh mana faktor internal perusahaan, khususnya mekanisme tata kelola dan pola kepemilikan, mampu menjelaskan variasi profitabilitas BUMN. Mengingat adanya heteroskedastisitas pada data panel ROA BUMN, estimasi model dilakukan menggunakan regresi berganda dengan *White Robust Standard Errors* (*Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix*). Koreksi ini memastikan bahwa nilai standard error, uji t, dan signifikansi koefisien menjadi lebih reliabel meskipun data mengandung ketidakhomogenan

varians. Berdasarkan hasil estimasi dengan *White Robust Standard Errors*, diperoleh hasil dan persamaan berikut:

Tabel 4.18 Model Regresi ROA

Variabel	Koefisien	Prob.	Keterangan
C (Konstanta)	-0.314691	0.1370	Tidak signifikan
BOCSZ	-0.003770	0.1794	Tidak signifikan
INDCOM	0.010404	0.6806	Tidak signifikan
AC	0.000992	0.5746	Tidak signifikan
GOVOWN	0.036203	0.3436	Tidak signifikan
INSOWN	0.054960	0.5512	Tidak signifikan
FOROWN	0.204170	0.0153	Signifikan positif
SIZE	0.010843	0.1170	Tidak signifikan
LNDER	-0.058254	0.0000	Signifikan negatif

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Berdasarkan pengujian data panel pada Tabel 4.18 diatas, maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut :

$$ROA_{i,t} = -0.314691 - 0.003770\ BOCSZ_{i,t} + 0.010404\ INDCOM_{i,t} + 0.000992\ AC_{i,t} + 0.036203\ GOVOWN_{i,t} + 0.054960\ INSOWN_{i,t} + 0.204170\ FOROWN_{i,t} + 0.010843\ SIZE_{i,t} - 0.058254\ LNDER_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Dengan penggunaan *robust standard errors* tersebut, interpretasi koefisien menjadi lebih akurat karena signifikansi statistik sudah diperbaiki dari kemungkinan distorsi akibat heteroskedastisitas. Model ini kemudian digunakan untuk menarik kesimpulan mengenai variabel-variabel yang berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas BUMN.

4.5.2 Model Regresi Tobin's Q

Model regresi berganda ini dirancang untuk menganalisis faktor-faktor yang memengaruhi persepsi pasar terhadap BUMN (LNTOBQi,t) dengan mempertimbangkan berbagai variabel yang merepresentasikan karakteristik tata kelola

perusahaan, struktur kepemilikan, serta kondisi keuangan perusahaan. Variabel independen dalam penelitian ini terdiri dari ukuran dewan komisaris (BOCSZ), proporsi dewan komisaris independen (INDCOM), keberadaan komite audit (AC), kepemilikan pemerintah (GOVOWN), kepemilikan institusional (INSOWN), kepemilikan asing (FOROWN), serta variabel kontrol meliputi ukuran perusahaan (SIZE) dan tingkat leverage (LNDER). Mengacu pada karakteristik data panel Tobin's Q BUMN yang terdapat heteroskedastisitas dalam model. Untuk memastikan keandalan hasil pengujian statistik, estimasi dilakukan menggunakan *White Robust Standard Errors* (*Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix*). Penggunaan koreksi robust ini menghasilkan nilai standard error, uji t, dan tingkat signifikansi koefisien yang lebih akurat dan bebas bias akibat variasi varians residual. Berdasarkan hasil estimasi dengan *White Robust Standard Errors*, diperoleh hasil dan persamaan berikut :

Tabel 4.19 Model Regresi Tobin's Q

Variabel	Koefisien	Prob.	Keterangan
C (Konstanta)	1.527603	0.1280	Tidak signifikan
BOCSZ	0.002655	0.8843	Tidak signifikan
INDCOM	-0.032316	0.9230	Tidak signifikan
AC	0.007146	0.7160	Tidak signifikan
GOVOWN	2.525368	0.0111	Signifikan positif
INSOWN	2.605986	0.0138	Signifikan positif
FOROWN	2.998813	0.0001	Signifikan positif
SIZE	-0.118268	0.0038	Signifikan negatif
LNDER	-0.035568	0.5148	Tidak signifikan

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Berdasarkan pengujian data panel pada Tabel 4.19 diatas, maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut :

$$LNTOBQ_{i,t} = 1.527603 + 0.002655\ BOCSZ_{i,t} - 0.032316\ INDCOM_{i,t} + 0.007146\ AC_{i,t} + 2.525368\ GOVOWN_{i,t} + 2.605986\ INSOWN_{i,t} + 2.998813\ FOROWN_{i,t} - 0.118268\ SIZE_{i,t} - 0.035568\ LNDER_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Dengan penerapan *White Robust Standard Errors*, interpretasi signifikansi setiap koefisien menjadi lebih andal karena sudah dikoreksi dari potensi bias heteroskedastisitas. Model ini kemudian digunakan untuk menarik kesimpulan mengenai variabel-variabel yang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan BUMN.

4.6 Uji Hipotesa

Pengujian hipotesis dilakukan untuk mengidentifikasi keberadaan pengaruh yang signifikan antara variabel independen dan variabel dependen. Dalam penelitian ini, pengujian hipotesis mencakup uji parsial (uji t), uji simultan (uji f), serta pengujian koefisien determinasi yang diukur melalui nilai *adjusted* R^2.

4.6.1 Uji T (Uji Parsial)

Uji t digunakan untuk menilai sejauh mana masing-masing variabel independen secara individu berpengaruh dalam menjelaskan variasi variabel dependen. Adapun hasil uji t yang diestimasi menggunakan model *random effect* dengan *White Robust Standard Errors* diperoleh melalui pengolahan data menggunakan perangkat lunak EViews, sebagaimana disajikan pada tabel berikut :

Tabel 4.20 Uji T ROA

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Keputusan (α = 5%)	Keterangan
C (Konstanta)	-0.314691	0.192753	-1.632611	0.1370	H_0 Diterima	Tidak signifikan
BOCSZ	-0.003770	0.002589	-1.455858	0.1794	H_0 Diterima	Tidak signifikan
INDCOM	0.010404	0.024465	0.425246	0.6806	H_0 Diterima	Tidak signifikan
AC	0.000992	0.001704	0.582467	0.5746	H_0 Diterima	Tidak signifikan
GOVOWN	0.036203	0.036214	0.999714	0.3436	H_0 Diterima	Tidak signifikan
INSOWN	0.054960	0.088768	0.619144	0.5512	H_0 Diterima	Tidak signifikan
FOROWN	0.204170	0.068365	2.986490	0.0153	H_0 Ditolak	Signifikan positif
SIZE	0.010843	0.006255	1.733646	0.1170	H_0 Diterima	Tidak signifikan
LNDER	-0.058254	0.007433	-7.837115	0.0000	H_0 Ditolak	Signifikan negatif

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Berdasarkan model yang terpilih, yaitu *random effects model* dengan *White Robust Standard Errors*, menggunakan jumlah sampel sebanyak 190 observasi (*n*=190), dengan variabel dependen berupa ROA, enam variabel independen, serta dua variabel kontrol, hasil uji t yang disajikan pada Tabel 4.20 menunjukkan bahwa terdapat dua variabel independen yang memiliki nilai probabilitas < taraf signifikani. Kedua variabel tersebut adalah kepemilikan asing (FOROWN) dan *leverage* (LNDER), sehingga hipotesis nol (H_0) pada kedua variabel tersebut ditolak. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hanya kepemilikan asing dan leverage yang berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA. Uraian lebih lanjut mengenai hasil uji t (pengujian hipotesis) disajikan sebagai berikut :

- BOCSZ (Board Commissioner Size / Ukuran Dewan Komisioner) menunjukkan nilai t-statistic sebesar – 1.455858 dengan tingkat signifikansi 0.1794 (> 0.05), sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel ini tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA. Koefisien bernilai negatif mengindikasikan bahwa penambahan jumlah anggota dewan cenderung menurunkan profitabilitas perusahaan, meskipun secara statistik pengaruh tersebut tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa besarnya ukuran dewan tidak serta-merta meningkatkan efektivitas fungsi pengawasan, bahkan berpotensi menimbulkan kendala

koordinasi, konflik kepentingan, serta peningkatan biaya keagenan. Dengan demikian, ukuran dewan komisaris belum mampu menjelaskan variasi kinerja keuangan perusahaan dalam penelitian ini.

- INDCOM (Dewan Komisaris Independen) menunjukkan koefisien regresi positif sebesar 0.010404 dengan tingkat signifikansi 0.6806 (> 0.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel ini tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA. Temuan ini mengindikasikan bahwa keberadaan komisaris independen dalam struktur tata kelola perusahaan belum mampu memberikan kontribusi nyata terhadap peningkatan profitabilitas perusahaan. Kondisi ini bisa disebabkan karena peran komisaris independen masih bersifat formalitas dan belum berfungsi optimal dalam mengawasi jalannya perusahaan. Dengan demikian, keberadaan komisaris independen tidak menjadi determinan utama kinerja perusahaan pada periode penelitian.
- AC (Audit Committee / Komite Audit) memiliki koefisien regresi sebesar 0.000992 dengan tingkat signifikansi 0.5746 (> 0.05), yang menunjukkan bahwa variabel ini tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA. Nilai koefisien yang relatif kecil mencerminkan bahwa keberadaan maupun aktivitas komite audit belum mampu memberikan dampak material terhadap profitabilitas. Hal ini dapat terjadi karena komite audit tidak selalu memiliki kekuatan penuh dalam menekan praktik manajemen laba atau meningkatkan kualitas pengawasan, sehingga kontribusinya terhadap kinerja keuangan perusahaan tidak terlalu nyata. Dengan demikian, komite audit bukan faktor penentu kinerja dalam model ini.
- GOVOWN (Government Ownership / Kepemilikan Pemerintah) menunjukkan koefisien regresi positif sebesar 0.036203 dengan tingkat signifikansi 0.3436 (>

0.05), sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel ini tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA. Koefisien positif menunjukkan kecenderungan bahwa keterlibatan pemerintah dapat meningkatkan stabilitas dan legitimasi perusahaan, namun pengaruh ini tidak signifikan secara statistik. Ketidaksignifikanan ini dapat disebabkan karena perusahaan dengan kepemilikan pemerintah seringkali memiliki tujuan non-komersial, birokrasi yang panjang, serta campur tangan politik yang dapat mengurangi efektivitas pengelolaan perusahaan sehingga tidak secara langsung tercermin dalam profitabilitas atau tujuan perusahaan bukan pada pencapaian laba semata.

- INSOWN (Institutional Ownership / Kepemilikan Institusional) memiliki koefisien regresi sebesar 0.054960 dengan tingkat signifikansi 0.5512 (> 0.05), yang menunjukkan bahwa variabel ini tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA. Meskipun koefisien menunjukkan hubungan positif, investor institusional pada sampel penelitian ini tampaknya tidak melakukan monitoring aktif atau tidak memiliki kontrol yang cukup kuat terhadap manajemen. Dengan demikian, kepemilikan institusional lebih bersifat pasif dan belum mampu mendorong peningkatan kinerja keuangan perusahaan.
- FOROWN (Foreign Ownership / Kepemilikan Asing) memiliki koefisien regresi positif sebesar 0.204170 dengan tingkat signifikansi 0.0153 (< 0.05), sehingga hipotesis nol ditolak dan dapat disimpulkan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROA. Koefisien yang cukup besar menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan asing dalam perusahaan mampu meningkatkan profitabilitas. Temuan ini mendukung pandangan teoritis bahwa investor asing umumnya membawa praktik tata kelola yang lebih baik, kompetensi manajerial, transfer teknologi, serta penerapan standar internasional

yang mendorong efisiensi operasional dan kualitas pengambilan keputusan. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan asing yang lebih tinggi cenderung mampu menciptakan nilai dan mencapai kinerja keuangan yang lebih optimal.

- Variabel kontrol SIZE (Ukuran Perusahaan) menunjukkan koefisien sebesar 0.010843 dengan tingkat signifikansi 0.1170 (> 0.05), sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel ini tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA. Temuan ini mengindikasikan bahwa meskipun perusahaan dengan skala usaha dan kompleksitas operasi yang lebih besar berpotensi memiliki peluang keuntungan lebih besar, namun dalam penelitian ini pengaruhnya terhadap profitabilitas tidak terbukti secara statistic, besarnya ukuran aset tidak menjamin peningkatan profitabilitas. Perusahaan besar mungkin memiliki beban operasional tinggi atau efisiensi pengelolaan aset yang rendah sehingga tidak menghasilkan laba yang proporsional. Dengan demikian, size perusahaan bukan faktor penentu profitabilitas dalam konteks penelitian ini.
- Variabel kontrol LNDER (Debt to Equity Ratio / Leverage) menunjukkan koefisien regresi negatif sebesar – 0.058254 dengan tingkat signifikansi 0.0000 (< 0.05), sehingga hipotesis nol ditolak dan mengindikasikan adanya pengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA. Hasil ini menegaskan bahwa peningkatan tingkat utang perusahaan cenderung menurunkan profitabilitas. Proporsi utang yang tinggi meningkatkan beban bunga serta risiko keuangan, sehingga membatasi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Temuan ini sejalan dengan teori struktur modal yang menyatakan bahwa penggunaan utang secara berlebihan dapat meningkatkan risiko finansial dan berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan.

Tabel 4.21 Uji T Tobin's Q

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Keputusan (α = 5%)	Keterangan
C (Konstanta)	1.527603	0.911303	1.676284	0.1280	H_0 Diterima	Tidak signifikan
BOCSZ	0.002655	0.017725	0.149765	0.8843	H_0 Diterima	Tidak signifikan
INDCOM	-0.032316	0.325070	-0.099412	0.9230	H_0 Diterima	Tidak signifikan
AC	0.007146	0.019027	0.375546	0.7160	H_0 Diterima	Tidak signifikan
GOVOWN	2.525368	0.792773	3.185488	0.0111	H_0 Ditolak	Signifikan positif
INSOWN	2.605986	0.854748	3.048836	0.0138	H_0 Ditolak	Signifikan positif
FOROWN	2.998813	0.449424	6.672564	0.0001	H_0 Ditolak	Signifikan positif
SIZE	-0.118268	0.030517	-3.875453	0.0038	H_0 Ditolak	Signifikan negatif
LNDER	-0.035568	0.052462	-0.677978	0.5148	H_0 Diterima	Tidak signifikan

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Berdasarkan model yang terpilih, yaitu *random effects model* dengan *White Robust Standard Errors*, menggunakan jumlah sampel sebanyak 190 observasi (n=190), dengan variabel dependen berupa LNTOBQ, enam variabel independen, serta dua variabel kontrol, hasil uji t yang disajikan pada Tabel 4.21 menunjukkan bahwa terdapat empat variabel independen yang memiliki nilai probabilitas < taraf signifikani. Keempat variabel tersebut adalah kepemilikan pemerintah (GOVOWN), kepemilikan institusional (INSOWN) kepemilikan asing (FOROWN) dan ukuran perusahaan (SIZE), sehingga hipotesis nol (H_0) pada keempat variabel tersebut ditolak. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa variabel struktur kepemilikan dan ukuran perusahaan yang berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q. Uraian lebih lanjut mengenai hasil uji t (pengujian hipotesis) disajikan sebagai berikut :

- BOCSZ (Board Commissioner Size / Ukuran Dewan Komisaris) menunjukkan koefisien regresi sebesar 0.002655 dengan tingkat signifikansi 0.8843 (> 0.05), sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel ini tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Koefisien sangat kecil dan tidak signifikan, yang berarti variasi jumlah anggota dewan komisaris pada sampel tidak menjelaskan

perubahan nilai pasar perusahaan. Secara teoritis, ini bisa diartikan bahwa kuantitas anggota dewan saja tidak cukup — kualitas pengawasan, independensi, atau peran aktif komisaris lebih menentukan nilai pasar daripada sekedar jumlah. Hal ini dapat mengindikasikan bahwa efektivitas dewan tidak ditentukan oleh ukuran, melainkan lebih pada kualitas, kompetensi, dan peran aktif dalam pengawasan serta pengambilan keputusan.

- INDCOM (Dewan Komisaris Independen) menunjukkan koefisien regresi negatif sebesar – 0.032316 dengan tingkat signifikansi 0.9230 (> 0.05), yang menunjukkan bahwa variabel ini tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Koefisien yang bernilai negatif mengindikasikan bahwa keberadaan komisaris independen belum mampu meningkatkan nilai perusahaan. Kondisi ini dapat disebabkan oleh peran komisaris independen yang masih bersifat formalitas atau keterbatasan pengaruhnya dalam mekanisme tata kelola yang berdampak langsung pada persepsi pasar, sehingga kualitas independensi dinilai lebih penting dibandingkan sekadar proporsi jumlahnya.
- AC (Audit Committee / Komite Audit) menunjukkan koefisien regresi sebesar 0.007146 dengan tingkat signifikansi 0.7160 (> 0.05), sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel ini tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Meskipun arah koefisien bersifat positif, peran komite audit dalam mendorong peningkatan nilai perusahaan belum terbukti secara statistik. Hal ini mengindikasikan bahwa fungsi pengawasan yang dijalankan oleh komite audit belum mampu memberikan sinyal yang cukup kuat bagi investor untuk meningkatkan kepercayaan terhadap perusahaan.
- GOVOWN (Government Ownership / Kepemilikan Pemerintah) menunjukkan koefisien regresi sebesar 2.525368 dengan tingkat signifikansi 0.0111 (< 0.05),

sehingga hipotesis nol ditolak dan dapat disimpulkan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Artinya, perusahaan dengan proporsi kepemilikan pemerintah yang lebih tinggi cenderung memiliki nilai pasar (Tobin's Q) yang lebih besar. Secara teoritis, pemerintah sebagai pemegang saham dapat memberikan jaminan politis/akses modal yang menurunkan persepsi risiko. Selain itu, keterkaitan dengan pemerintah bisa meningkatkan akses ke sumber daya, kontrak, atau dukungan regulasi. Adanya sinyal pasar bahwa perusahaan mendapat dukungan institusional, sehingga ekspektasi pertumbuhan/keamanan arus kas lebih tinggi.

- INSOWN (Institutional Ownership / Kepemilikan Institusional) menunjukkan koefisien regresi sebesar 2.605986 dengan tingkat signifikansi 0.0138 (< 0.05), sehingga hipotesis nol ditolak dan dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Temuan ini mengindikasikan bahwa semakin besar proporsi saham yang dimiliki oleh investor institusional, seperti lembaga keuangan, perusahaan asuransi, maupun dana pensiun, maka nilai perusahaan cenderung meningkat. Hal tersebut dapat dijelaskan oleh kemampuan investor institusional dalam melakukan monitoring manajemen secara lebih efektif berkat sumber daya dan keahlian yang dimiliki, sehingga mendorong penerapan tata kelola perusahaan yang lebih baik. Selain itu, kepercayaan investor publik terhadap keterlibatan institusional juga memperkuat nilai pasar perusahaan. Secara ekonomis, kehadiran institusi besar sering diasosiasikan dengan kredibilitas, akses ke jaringan pasar modal, dan tekanan untuk perbaikan tata kelola sehingga meningkatkan valuasi.
- FOROWN (Foreign Ownership / Kepemilikan Asing) menunjukkan koefisien regresi sebesar 2.998813 dengan tingkat signifikansi 0.0001 (< 0.05), sehingga

hipotesis nol ditolak dan dapat disimpulkan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Koefisien relatif besar menunjukkan efek ekonomi yang kuat yaitu peningkatan kepemilikan asing dikaitkan dengan kenaikan valuasi pasar perusahaan. Secara teoritis, investor asing membawa kepercayaan pasar internasional, standar tata kelola, akses ke teknologi/know-how, dan sinyal kualitas bagi investor lain. Pasar menghargai kehadiran pemilik asing karena mengurangi *information asymmetry* dan meningkatkan prospek pertumbuhan. Ini juga konsisten dengan bukti bahwa investasi asing sering dikaitkan dengan premium valuasi.

- Variabel kontrol SIZE (Ukuran Perusahaan) menunjukkan koefisien regresi negatif sebesar – 0.118268 dengan tingkat signifikansi 0.0038 (< 0.05), sehingga hipotesis nol ditolak dan mengindikasikan adanya pengaruh negatif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Artinya, perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki nilai pasar relatif lebih rendah (rasio TOBQ lebih kecil). Secara teoritis dan empiris, perusahaan besar cenderung mempunyai *opportunity for growth* yang lebih rendah (*market rewards growth opportunities*, bukan ukuran absolut). Selain itu, *diseconomies of scale*, birokrasi, atau inefisiensi manajerial pada perusahaan besar dapat menurunkan ekspektasi pertumbuhan sehingga TOBQ turun. Investor memberi premium pada perusahaan dengan prospek pertumbuhan (perusahaan kecil/menengah berpotensi tumbuh cepat), sehingga TOBQ untuk perusahaan besar relatif lebih rendah.
- Variabel kontrol LNDER (Debt to Equity Ratio / Leverage) menunjukkan koefisien regresi sebesar – 0.035568 dengan tingkat signifikansi 0.5148 (> 0.05), yang menunjukkan bahwa variabel ini tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Koefisien negatif tidak signifikan menandakan bahwa

variasi rasio utang dalam sampel tidak secara konsisten mempengaruhi valuasi pasar. Pasar memandang struktur modal sebagai informasi yang sudah terinternalisasi di luar variabel ini, atau efek leverage terhadap nilai dapat bersifat nonlinier (mis. trade-off antara manfaat pajak dan biaya kebangkrutan) sehingga tidak tertangkap dalam spesifikasi linear sederhana.

4.6.2 Uji F (Uji Simultan)

Uji simultan atau disebut juga uji F dalam analisis regresi data panel digunakan untuk menilai apakah seluruh variabel independen yang dimasukkan ke dalam model secara bersama-sama memiliki pengaruh terhadap variabel dependen. Penelitian ini menggunakan dasar pengambilan keputusan berdasarkan nilai signifikansi. Adapun hasil uji f yang diestimasi menggunakan model *random effect* dengan *White Robust Standard Errors* diperoleh melalui pengolahan data menggunakan perangkat lunak EViews, sebagaimana disajikan pada tabel berikut :

Tabel 4.22 Uji F ROA

R-squared	0.452088
Adjusted R-squared	0.427871
S.E. of regression	0.026048
Sum squared resid	0.122812
F-statistic	18.66815
Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Berdasarkan hasil uji simultan (uji F) untuk ROA yang disajikan pada Tabel 4.5.2.1 dengan penerapan *white robust standard error*, menunjukkan bahwa nilai *F-statistic* sebesar 18.66815 dengan tingkat signifikansi 0.000000 < 0.05 (tingkat signifikasin 5%). Hasil ini menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan bersifat layak (fit) dan mampu menjelaskan hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Artinya, secara keseluruhan variabel ukuran dewan komisaris (BOCSZ),

proporsi dewan komisaris independen (INDCOM), keberadaan komite audit (AC), kepemilikan pemerintah (GOVOWN), kepemilikan institusional (INSOWN), kepemilikan asing (FOROWN), serta variabel kontrol ukuran perusahaan (SIZE) dan leverage (LNDER) berpengaruh terhadap profitabilitas atau kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA.

Tabel 4.23 Uji F Tobin's Q

R-squared	0.297095
Adjusted R-squared	0.266028
S.E. of regression	0.277328
Sum squared resid	13.92082
F-statistic	9.562871
Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Berdasarkan hasil uji simultan (uji F) untuk Tobin's Q yang disajikan pada Tabel 4.5.2.2 dengan penerapan *white robust standard error*, menunjukkan bahwa nilai *F-statistic* sebesar 9.562871 dengan tingkat signifikansi 0.000000 < 0.05 (tingkat signifikansi 5%). Hasil ini menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan bersifat layak (fit) dan mampu menjelaskan hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Artinya, secara keseluruhan variabel ukuran dewan komisaris (BOCSZ), proporsi dewan komisaris independen (INDCOM), keberadaan komite audit (AC), kepemilikan pemerintah (GOVOWN), kepemilikan institusional (INSOWN), kepemilikan asing (FOROWN), serta variabel kontrol ukuran perusahaan (SIZE) dan leverage (LNDER) berpengaruh terhadap nilai perusahaan (LNTOBQ) yang diukur dengan Tobin's Q.

4.6.3 Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi digunakan untuk menunjukkan sejauh mana variasi variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen dalam suatu

model regresi. Dengan kata lain, koefisien ini mencerminkan proporsi kontribusi seluruh variabel bebas terhadap perubahan variabel terikat (Ghozali, 2017). Pengukuran koefisien determinasi dapat dilakukan melalui nilai *R-Squared* atau *Adjusted R-Squared*. Nilai *R-Squared* umumnya digunakan pada model regresi dengan satu variabel independen (regresi linier sederhana), sedangkan *Adjusted R-Squared* digunakan pada model regresi yang melibatkan lebih dari satu variabel independen.

Tabel 4.24 Uji Koefisien Determinasi (R^2) ROA

R-squared	0.452088
Adjusted R-squared	0.427871
S.E. of regression	0.026048
Sum squared resid	0.122812
F-statistic	18.66815
Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Berdasarkan Tabel 4.24, nilai *adjusted R-squared* tercatat sebesar 0.427871 atau setara dengan 42.79%. Hal ini menunjukkan bahwa variabel penelitian yang mencakup mekanisme tata kelola perusahaan, struktur kepemilikan, serta variabel kontrol mampu menjelaskan variasi kinerja perusahaan sebesar 42.79%, sementara sisanya sebesar 57.21% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model penelitian ini. Selain itu, hasil uji signifikansi model memperlihatkan nilai probabilitas yang lebih kecil dari 0.05, sehingga dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap ROA. Temuan ini mengindikasikan bahwa model regresi yang digunakan telah layak, serta menunjukkan pentingnya peran tata kelola perusahaan, struktur kepemilikan, ukuran perusahaan, dan tingkat leverage dalam menentukan kinerja keuangan perusahaan.

Tabel 4.25 Uji Koefisien Determinasi (R^2) Tobin's Q

R-squared	0.297095

Adjusted R-squared	0.266028
S.E. of regression	0.277328
Sum squared resid	13.92082
F-statistic	9.562871
Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Berdasarkan Tabel 4.25, nilai *adjusted R-squared* tercatat sebesar 0.266028 atau setara dengan 26.6%. Hal ini menunjukkan bahwa variabel penelitian yang mencakup mekanisme tata kelola perusahaan, struktur kepemilikan, serta variabel kontrol mampu menjelaskan sebesar 26.6% variasi nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q, sedangkan 73.4% sisanya dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian. Meskipun nilai koefisien determinasi berada pada tingkat moderat, hasil uji signifikansi model menunjukkan nilai probabilitas yang lebih kecil dari 0.05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa variabel independen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Temuan ini mengindikasikan bahwa model regresi yang digunakan layak dan relevan untuk menjelaskan hubungan antara tata kelola perusahaan, struktur kepemilikan, ukuran perusahaan, serta leverage terhadap nilai perusahaan.

4.7 Pembahasan

4.7.1 Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil penelitian, ukuran dewan komisaris tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap ROA maupun nilai perusahaan. Pada kinerja perusahaan (ROA), koefisien yang negatif mengindikasikan bahwa semakin banyak anggota dewan cenderung menurunkan profitabilitas, meskipun tidak signifikan. Temuan ini mengisyaratkan bahwa besarnya ukuran dewan tidak secara otomatis meningkatkan efektivitas fungsi pengawasan. Dalam konteks BUMN, penambahan anggota dewan sering berkaitan dengan representasi politik, penugasan kementerian,

dan kepatuhan regulasi, sehingga fungsi dewan lebih bersifat administratif daripada strategis. Ukuran dewan yang besar dapat menyebabkan masalah koordinasi, proses pengambilan keputusan yang lambat, serta meningkatnya biaya keagenan, sesuai dengan argumen Agency Theory bahwa pengawasan tidak menjadi lebih efektif hanya karena jumlah anggota meningkat.

Hasil ini sejalan dengan penelitian Yermack (1996) yang menemukan bahwa perusahaan dengan dewan yang lebih kecil justru memiliki nilai yang lebih tinggi, karena lebih efektif dalam pengambilan keputusan. Penelitian Eisenberg *et al*. (1998) juga mendukung bahwa dewan besar sering kali mengurangi kinerja karena sulit mencapai konsensus. Di Indonesia, penelitian Kusumawati (2006) dan Hidayat (2017) menunjukkan temuan yang sama bahwa ukuran dewan komisaris yang besar tidak meningkatkan profitabilitas BUMN, justru menimbulkan masalah koordinasi.

Pada pengukuran nilai perusahaan menggunakan Tobin's Q, koefisien positif namun tidak signifikan menunjukkan bahwa pasar tidak menganggap ukuran dewan komisaris sebagai faktor penentu nilai perusahaan. Investor lebih menilai kompetensi, independensi, dan efektivitas dewan, bukan jumlahnya. Temuan ini mendukung pandangan Dalton *et al*. (1999) yang menekankan bahwa kualitas dewan lebih berperan dibandingkan kuantitasnya. Oleh karena itu, pasar modal lebih menilai substansi tata kelola perusahaan daripada struktur formal dewan.

Dengan demikian, ukuran dewan komisaris di BUMN yang cenderung besar tidak memberikan pengaruh nyata terhadap kinerja maupun persepsi pasar, terutama karena dewan masih terikat birokrasi dan penugasan pemerintah. Perusahaan perlu memperhatikan keseimbangan antara jumlah anggota dewan dan efektivitas kerja mereka agar kinerja dan nilai perusahaan tidak tergerus oleh inefisiensi tata kelola.

4.7.2 Pengaruh Dewan Komisaris Independen terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA maupun terhadap nilai perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa keberadaan komisaris independen pada BUMN belum memainkan peran pengawasan yang efektif. Banyak komisaris independen ditunjuk untuk memenuhi regulasi, bukan sebagai mekanisme tata kelola berbasis kompetensi. Berdasarkan Agency Theory, komisaris independen seharusnya dapat mengurangi masalah keagenan. Namun, dalam praktik BUMN, independensi ini seringkali bersifat formalitas karena keterbatasan kewenangan, ketergantungan pada pemegang saham mayoritas (pemerintah), serta budaya birokratif yang tidak memberikan ruang bagi pengawasan yang agresif.

Temuan ini konsisten dengan penelitian Fauzi dan Locke (2012) yang menemukan bahwa proporsi komisaris independen tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan di Selandia Baru. Di Indonesia, penelitian Fitriani (2014) dan Pratiwi (2018) juga menunjukkan bahwa dewan komisaris independen cenderung hanya berfungsi formalitas tanpa memiliki pengaruh signifikan pada profitabilitas maupun nilai perusahaan. Sementara itu, beberapa penelitian internasional seperti Klein (2002) dan Agrawal & Knoeber (1996) juga menemukan bahwa keberadaan komisaris independen tidak selalu efektif dalam membatasi praktik manajemen laba atau meningkatkan nilai perusahaan, terutama jika peran mereka lemah dan tidak benar-benar independen.

Dari perspektif pasar, arah koefisien negatif pada Tobin’s Q mengindikasikan bahwa investor tidak memandang keberadaan komisaris independen sebagai sinyal tata kelola yang kuat. Hal ini menunjukkan bahwa kualitas dan efektivitas peran komisaris

independen lebih menentukan dibandingkan sekadar jumlahnya. Dalam konteks BUMN di Indonesia, keberadaan dewan komisaris independen sering kali dipandang sebagai pemenuhan regulasi tata kelola, bukan benar-benar didorong oleh kebutuhan bisnis. Hal ini menjelaskan mengapa kontribusinya terhadap kinerja dan nilai perusahaan tidak nyata. Oleh karena itu, kontribusi komisaris independen terhadap peningkatan kinerja dan nilai perusahaan BUMN belum terlihat secara nyata, sehingga dapat disimpulkan bahwa peran mereka masih belum optimal.

4.7.3 Pengaruh Komite Audit terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan BUMN di Indonesia

Hasil pengujian menunjukkan bahwa komite audit memiliki koefisien positif terhadap ROA dan Tobin's Q, namun pengaruh tersebut tidak signifikan secara statistik. Hal ini berarti keberadaan komite audit di BUMN belum cukup kuat untuk mempengaruhi profitabilitas maupun nilai pasar. Salah satu penyebabnya adalah fungsi komite audit BUMN yang lebih berfokus pada kepatuhan (compliance) daripada pengawasan strategis, sehingga tidak memberikan kontribusi langsung terhadap peningkatan efisiensi operasional.

Dari perspektif Agency Theory, komite audit seharusnya menjadi mekanisme penting dalam mengurangi perilaku oportunistik manajemen, namun efektivitasnya sangat bergantung pada keahlian dan independensi anggota. Hasil penelitian ini sejalan dengan Bedard *et al*. (2004) yang menyatakan bahwa keberadaan komite audit tidak secara otomatis berkorelasi dengan kinerja keuangan perusahaan, karena efektivitasnya bergantung pada kualitas sumber daya manusia di dalamnya. Temuan serupa juga dikemukakan oleh Abbott *et al*. (2000), yang menekankan bahwa dampak komite audit terhadap kinerja perusahaan lebih ditentukan oleh kualitas daripada sekadar eksistensinya. Penelitian di Indonesia oleh Wardhani (2008) dan Sari (2016) turut

memperkuat hasil ini, dengan menunjukkan bahwa komite audit pada BUMN belum mampu menjalankan fungsi pengawasan secara optimal sehingga tidak berdampak signifikan pada profitabilitas maupun nilai perusahaan. Hal ini dapat terjadi karena komite audit di BUMN cenderung memiliki keterbatasan kewenangan, serta belum tentu memiliki sumber daya atau keahlian yang memadai untuk benar-benar menekan praktik oportunistik manajemen.

Ketika komite audit tidak dibekali dengan keahlian yang memadai atau tidak memiliki ruang pengawasan yang kuat, perannya cenderung bersifat simbolis. Inilah yang terjadi pada sebagian BUMN sehingga pengaruhnya tidak signifikan baik terhadap kinerja maupun persepsi pasar. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa keberadaan komite audit di BUMN Indonesia belum cukup kuat dalam mempengaruhi kinerja maupun nilai perusahaan, sehingga perlu ditingkatkan kapasitas dan independensinya.

4.7.4 Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan BUMN di Indonesia

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap ROA. Temuan ini mengindikasikan bahwa tujuan pemerintah dalam mengelola BUMN tidak semata untuk mengejar profitabilitas, melainkan juga berbagai penugasan publik, tujuan sosial, dan stabilitas ekonomi, sehingga profit jangka pendek bukan prioritas utama. Ini sejalan dengan Stewardship Theory yang menekankan bahwa manajer BUMN dapat bertindak sesuai tujuan negara, bukan pemegang saham komersial. Hasil ini konsisten dengan penelitian Ang dan Ding (2006) yang menemukan bahwa kepemilikan pemerintah lebih banyak diarahkan pada tujuan sosial dan politik dibandingkan peningkatan laba. Selain itu, Shleifer dan Vishny (1997) juga menyebutkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan pemerintah umumnya memiliki tingkat efisiensi yang lebih rendah dibandingkan perusahaan swasta.

Sebaliknya, pada pengukuran nilai perusahaan menggunakan Tobin's Q, kepemilikan pemerintah menunjukkan pengaruh positif dan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa pasar menilai kehadiran pemerintah sebagai penjamin stabilitas, pengurang risiko gagal bayar, dan penyedia dukungan finansial ketika dibutuhkan. Dalam konteks Signalling Theory, kepemilikan pemerintah memberikan sinyal keamanan bagi investor sehingga meningkatkan valuasi pasar. Temuan ini sejalan dengan penelitian Hersugondo (2018) dan Sulistia (2018) yang menyatakan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Menurut teori agensi adanya struktur kepemilikan pemerintah dapat meminimalisir terjadinya *agency conflict*. Hal tersebut disebabkan, pemerintah memiliki mekanisme dan aturan yang jelas, dapat menjadi media yang efektif dan efisien untuk mengawasi kinerja manajemen dan akhirnya memberi dampak pada kinerja keuangan dan nilai perusahaan.

4.7.5 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan BUMN di Indonesia

Berdasarkan hasil penelitian, kepemilikan institusional tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap ROA. Hal ini menandakan bahwa besarnya saham yang dimiliki oleh investor institusi belum terbukti memengaruhi tingkat profitabilitas BUMN. Hal ini mengindikasikan bahwa investor institusional belum menjalankan fungsi monitoring secara aktif terhadap operasional BUMN. Banyak institusi domestik berorientasi pada investasi jangka panjang yang pasif dan mengikuti regulasi pemerintah sehingga tidak memiliki insentif kuat untuk menekan manajemen meningkatkan profitabilitas.

Namun demikian, kepemilikan institusional terbukti memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur melalui Tobin's Q. Hal ini menunjukkan bahwa pasar memandang keberadaan institusi sebagai sinyal kualitas tata

kelola dan kredibilitas perusahaan. Dari perspektif Institutional Monitoring Theory, investor institusi meningkatkan legitimasi dan pengawasan pada level strategis, meskipun tidak selalu tercermin langsung pada profitabilitas. Investor publik menilai bahwa kepemilikan institusi dapat menjadi sinyal positif, karena biasanya institusi memiliki kemampuan analisis, pengalaman, dan sumber daya yang lebih baik dalam melakukan pengawasan. Temuan ini sejalan dengan penelitian Shleifer dan Vishny (1986) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional mampu membatasi perilaku oportunistik manajemen dan memperbaiki praktik tata kelola perusahaan. Di Indonesia, hasil penelitian Herawaty (2008) serta Siregar dan Utama (2005) juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berdampak positif terhadap nilai perusahaan karena meningkatkan kredibilitas di mata pasar.

Selain itu, Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa kepemilikan institusional dapat memperkuat mekanisme pengawasan dengan orientasi pada penciptaan nilai jangka panjang, bukan sekadar keuntungan jangka pendek. Hal ini menjelaskan mengapa pasar merespons positif meskipun profitabilitas tidak langsung meningkat. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak meningkatkan profitabilitas BUMN secara langsung, namun berperan penting dalam memperkuat tata kelola sehingga meningkatkan nilai perusahaan di mata investor.

4.7.6 Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Kinerja dan Nilai Perusahaan BUMN di Indonesia

Berdasarkan temuan penelitian, kepemilikan saham oleh investor asing terbukti memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja serta nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa investor asing berhasil membawa standar tata kelola yang lebih tinggi, teknologi baru, praktik manajerial yang modern, dan disiplin pasar yang kuat. Temuan ini sejalan dengan penelitian Prasetyanto dan Anis (2013) yang menemukan

pengaruh positif kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan. Adanya kenaikan harga saham dapat terjadi karena meningkatnya kepercayaan dari investor terhadap perusahaan. Dalam hal ini, perusahaan dengan proporsi kepemilikan asing yang lebih besar cenderung memperoleh kepercayaan yang lebih tinggi dari investor publik. Hal tersebut disebabkan oleh persepsi bahwa investor asing memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menilai kinerja perusahaan dan melakukan pengawasan terhadap manajemen. Kemampuan investor asing dalam melakukan kontrol dinilai dapat memilih manajerial yang berkualitas sehingga dapat dengan baik mengelola perusahaan. Tingkat kepercayaan yang besar akan meningkatkan harga saham. Dalam hal ini nampaknya mekanisme kontrol dan pengawasan yang dilakukan oleh investor asing terhadap kinerja manajemen cenderung lebih baik.

Sementara itu, pada Tobin's Q, sinyal positif ini dipersepsikan kuat oleh pasar. Investor memandang perusahaan yang melibatkan pemegang saham asing memiliki governance premium, risiko lebih rendah, serta kualitas pengambilan keputusan yang lebih profesional. Kondisi ini sejalan dengan *Signalling Theory* yang menjelaskan bahwa kepemilikan asing memberikan sinyal kuat bahwa perusahaan dikelola secara efisien dan berorientasi pada penciptaan nilai. Temuan ini konsisten dengan penelitian Chibber dan Majumdar (1999) dalam Kumar (2004) yang menemukan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan di India. Kepemilikan asing diduga menjadi salah satu cara untuk meng-upgrade perusahaan-perusahaan secara teknologi di negara-negara berkembang, melalui impor langsung modal dan teknologi yang baru (Benfratello dan Sembenelli, 2002). Semakin besar keterlibatan investor asing, semakin besar pula potensi peningkatan kinerja perusahaan, mengingat investor asing umumnya membawa sistem manajemen, teknologi, inovasi, keahlian, serta kemampuan pemasaran yang lebih unggul.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan asing pada BUMN di Indonesia mampu meningkatkan kinerja maupun nilai perusahaan secara signifikan. Investasi asing dikaitkan dengan pemberian pengetahuan umum dan khusus (Jusoh *et al*., 2020), berupa sumber daya asing, ukuran skala operasional ekonomi, kemampuan dalam pemasaran dan mengelola perusahaan, teknologi dan inovasi dan lainnya (Nugrahanti dan Novia, 2012). Keunggulan ini dapat dimanfaatkan untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan mengenai pengaruh tata kelola perusahaan serta struktur kepemilikan terhadap kinerja dan nilai perusahaan BUMN di Indonesia, maka dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Ukuran Dewan Komisaris tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap ROA maupun Tobin's Q. Temuan ini memperkuat teori bahwa efektivitas pengawasan tidak ditentukan oleh jumlah anggota dewan saja, tetapi lebih pada kualitas, kompetensi, dan independensinya. Secara praktis, BUMN perlu mengefektifkan mekanisme kerja dewan dalam meningkatkan efisiensi operasional, bukan sekadar memperbesar ukuran.
2. Proporsi Dewan Komisaris Independen tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap kinerja maupun nilai perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa keberadaan komisaris independen pada BUMN belum mampu memberikan kontrol yang kuat dan mengurangi permasalahan keagenan. Secara teoretis, temuan ini mengindikasikan bahwa fungsi independensi belum berjalan optimal dalam konteks BUMN yang masih sarat dengan kepentingan pemilik (pemerintah).
3. Komite Audit memiliki hubungan positif dengan kinerja dan nilai perusahaan, namun pengaruh tersebut tidak signifikan secara statistik. Temuan ini sejalan dengan kajian sebelumnya yang menyatakan bahwa komite audit dapat meningkatkan kualitas tata kelola, namun efeknya baru terasa bila kewenangan,

integritas, dan frekuensi rapat yang memadai diterapkan dalam meningkatkan kinerja BUMN.

4. Kepemilikan pemerintah terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, namun tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap profitabilitas. Hal ini menegaskan bahwa pasar menilai intervensi pemerintah memberikan kepastian dan stabilitas, namun besarnya porsi kepemilikan negara belum mampu meningkatkan efisiensi internal BUMN terutama dalam peningkatan profitabilitas.
5. Kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, tetapi tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas. Investor institusional dianggap belum mampu berperan sebagai pengawas efektif (*monitoring agent*) dalam meningkatkan profitabilitas. Sementara itu, kehadiran mereka lebih mempengaruhi persepsi pasar dibandingkan kinerja jangka pendek.
6. Kepemilikan asing menunjukkan pengaruh positif dan signifikan baik terhadap ROA maupun nilai perusahaan. Temuan ini mendukung teori bahwa keterlibatan pemegang saham asing mampu meningkatkan efisiensi, membawa disiplin manajerial, transfer keahlian, dan praktik internasional yang meningkatkan kinerja dan nilai pasar BUMN. Investor asing dipersepsikan mampu meningkatkan nilai jangka panjang melalui efisiensi, teknologi, dan praktik tata kelola global.
7. Ukuran perusahaan tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap kinerja, namun memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa besarnya aset perusahaan tidak secara otomatis meningkatkan tingkat profitabilitas. Pasar cenderung

memandang bahwa semakin besar skala BUMN, semakin tinggi pula kompleksitas pengelolaan dan potensi inefisiensi, sehingga berdampak pada penurunan nilai perusahaan.

8. *Leverage* terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas, tetapi tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sejalan dengan teori struktur modal bahwa beban utang menekan laba melalui beban bunga dan risiko keuangan yang meningkat sehingga menurunkan profitabilitas, meskipun pasar tidak selalu merespons negatif jika utang dianggap masih dalam batas wajar dan investor memahami karakteristik pendanaan BUMN yang cenderung stabil.

5.2 Saran

Penelitian yang dilakukan memberikan hasil berupa saran yang dapat diberikan kepada akademisi dan perusahaan supaya setiap keputusan yang diambil berdampak baik. Adapun saran-saran tersebut adalah sebagai berikut :

4.7.7 Teoritis

A. Bagi akademisi, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap pengembangan wawasan dan kajian literatur mengenai ukuran dewan komisaris (BOCSZ), proporsi dewan komisaris independen (INDCOM), keberadaaan komite audit (AC), kepemilikan pemerintah (GOVOWN), kepemilikan institusional (INSOWN), serta kepemilikan asing (FOROWN) dalam kaitannya dengan kinerja perusahaan (ROA) dan nilai perusahaan (TOBQ). Khususnya peneliti di masa yang akan datang yang memiliki minat untuk mengkaji lebih dalam terkait variabel dalam penelitian ini. Lebih baik lagi jika peneliti selanjutnya lebih terperinci, objektif dan variatif atas variabel-

variabel yang mempengaruhi sehingga memberikan keputusan yang sangat tepat dalam meningkatkan performa perusahaan.

B. Bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk memasukkan variabel tambahan seperti kualitas rapat dewan, intensitas rapat komite audit, kepemilikan manajerial, kualitas audit, maupun variabel makroekonomi yang mungkin berpengaruh terhadap kinerja dan nilai BUMN. Periode penelitian juga dapat diperpanjang, serta metode analisis diperluas (misalnya menggunakan dynamic panel data atau GMM), agar hasil analisis lebih robust serta relevan untuk generalisasi pada sektor BUMN dan non-BUMN atau pada objek penelitian yang lebih luas yaitu seluruh perusahaan publik untuk membandingkan BUMN dan non-BUMN.

4.7.8 Praktis

A. Bagi manajerial perlu meningkatkan efektivitas dan kualitas tata kelola perusahaan secara substansial, bukan hanya formal. Fokus pada peningkatan kompetensi dewan komisaris, memperkuat independensi komisaris independen, serta mengoptimalkan frekuensi dan kualitas rapat komite audit agar fungsi pengawasan benar-benar efektif. Manajemen harus lebih berhati-hati dalam pengelolaan utang (*leverage*). Tingkat utang yang tinggi terbukti menekan profitabilitas, sehingga strategi pendanaan perlu diarahkan pada penggunaan utang yang produktif dan terukur.

B. Bagi pemerintah perlu mendorong kolaborasi strategis dengan investor asing untuk transfer teknologi dan manajemen. Pemerintah perlu menyeimbangkan peran BUMN antara fungsi bisnis dan fungsi sosial. Orientasi sosial memang penting, namun tidak boleh mengurangi daya saing dan profitabilitas perusahaan. Selain itu perlu mendorong penerapan GCG yang berbasis kinerja,

seperti penilaian berbasis kompetensi bagi dewan komisaris, komisaris independen, dan komite audit, sehingga peran pengawasan lebih berdampak nyata.

C. Bagi investor institusional dan asing, terbukti memberi sinyal positif terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa kehadiran investor yang berpengalaman dapat meningkatkan persepsi pasar terhadap BUMN. Oleh karena itu, keterlibatan mereka dalam kepemilikan saham BUMN perlu diperkuat untuk mendorong tata kelola yang lebih baik dan meningkatkan efisiensi operasional.

4.8 Keterbatasan Penelitian

Dalam penelitian ini peneliti telah berusaha semaksimal mungkin tetapi masih terdapat beberapa keterbatasan sebagai berikut :

1. Ruang lingkup sampel penelitian ini hanya mencakup perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, yaitu sebanyak 19 perusahaan, sehingga tingkat generalisasi hasil penelitian masih terbatas.
2. Variabel yang diteliti hanya 6 variabel independen, 2 variabel kontrol dan 2 variabel dependen. Sehingga kemungkinan masih ada varabel-variabel lain yang mempunyai pengaruh terhadap kinerja dan nilai perusahaan yang belum diteliti.
3. Penelitian menggunakan model panel statis (fixed effect atau random effect). Metode ini belum mampu menangkap hubungan dinamis antarvariabel (misalnya efek keterlambatan kinerja atau nilai perusahaan), sehingga pendekatan seperti dynamic panel (GMM) berpotensi memberikan hasil yang lebih komprehensif.
4. Variabel seperti inflasi, pertumbuhan ekonomi, tingkat suku bunga, ataupun kondisi regulasi BUMN belum dimasukkan ke dalam model. Padahal faktor-

faktor tersebut dapat memengaruhi kinerja dan nilai perusahaan secara signifikan.

5. Pengukuran kinerja perusahaan dalam penelitian ini hanya menggunakan ROA sementara nilai perusahaan diukur dengan Tobin's Q. Indikator lain seperti ROE, EVA, MVA, maupun profit margin belum dimasukkan sehingga interpretasi kinerja dan nilai perusahaan menjadi terbatas.

DAFTAR PUSTAKA

Adusei, M. (2011). Board Structure and Bank Performance in Ghana. *Journal of Money, Investment and Banking*, 19, 72–84. https://www.academia.edu/9487157/Board_Structure_and_Bank_Performance_in_Ghana

Afiantoro. (2016). Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan deviden, kebijakan hutang dan kebijakan investasi terhadap nilai perusahaan. *Semarang fakultas ekonomi dan Bisnis.*

Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 154–181. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.018

Agyemang-Mintah, P., & Schadewitz, H. (2018). Audit committee adoption and firm value: evidence from UK financial institutions. *International Journal of Accounting and Information Management*, 26(1), 205–226. https://doi.org/10.1108/IJAIM-04-2017-0048

Agustia, Y. P., & Suryani, E. (2018). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Umur Perusahaan, Leverage, Dan Profitabilitas Terhadap Manajemen Laba (Studi Pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2016). Jurnal ASET (Akuntansi Riset), 10(1), 63–74. https://doi.org/10.17509/jaset.v10i1.12571

Ahmed Haji, A. (2014). The relationship between corporate governance attributes and firm performance before and after the revised code: Some Malaysian evidence. *International Journal of Commerce and Management*, 24(2), 134– 151. https://doi.org/10.1108/IJCoMA-02-2012-0009

Ahmed Haji, A., & Mubaraq, S. (2015). The implications of the revised code of corporate governance on firm performance. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 5(3), 350–380. https://doi.org/10.1108/jaee-11-2012-0048

Ahmed, E. R., Alabdullah, T. T. Y., Shaharudin, M. S., & Putri, E. (2020). Further Evidence on the Link between Firm's Control Mechanisms and Firm Financial Performance: Sultanate of Oman. *Journal of Governance and Integrity (JGI)*, 4(1), 1–6. https://doi.org/https://doi.org/10.15282/jgi.4.1.2021.5435

Aktan, B., Turen, S., Tvaronavičienė, M., Celik, S., & Alsadeh, H. A. (2018). Corporate governance and performance of the financial firms in Bahrain. *Polish Journal of Management Studies*, 17(1), 39–58. https://doi.org/10.17512/pjms.2018.17.1.04

Al Farooque, O., Buachoom, W., & Sun, L. (2020). Board, audit committee, ownership and financial performance – emerging trends from Thailand. *Pacific Accounting Review*, 32(1), 54–81. https://doi.org/10.1108/PAR-10-2018-0079

Alipour, M. (2013). An investigation of the association between ownership structure and corporate performance: Empirical evidence from Tehran Stock Exchange (TSE). *Management Research Review*, 36(11), 1137–1166. https://doi.org/10.1108/MRR-08-2012-0188

Aliyah & Hermanto. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA)*, 9(11).

Almaqoushi, W., & Powell, R. (2021). Audit committee quality indices, reporting quality and firm value. *Journal of Business Finance and Accounting*, 48(1-2), 185–229. https://doi.org/10.1111/jbfa.12478

Aluchna, M., & Kaminski, B. (2017). Ownership structure and company performance: a panel study from Poland. *Baltic Journal of Management*, 12(4), 485–502. https://doi.org/10.1108/BJM-01-2017-0025

Amaliyah, F., & Herwiyanti, E. (2019). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Dewan Komisaris Independe, dan Komite Audit Terhadap Nilai Perusahaan Sektor Pertambangan. *Jurnal Akuntansi*, 9(3), 187–200.

Angela, J., Jessica, M., Rinaningsih, R., & Haryono, L. (2019). Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Kinerja Perusahaan Badan Usaha Milik Negara yang Terdaftar di BEI. *Studi Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 2(2), 55–75. https://doi.org/10.21632/saki.2.2.203-223

Anggraini. (2021). Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility, Good Corporate Governance, Volatilitas Arus Kas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Investment Opportunity Set Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Perspektif Manajerial Dan Kewirausahaan (JPMK)*, 1(2), 104–119. https://doi.org/10.59832/jpmk.v1i2.49

Anggraini, M. D., & Rachmawati, D. (2019). Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 16(2), 135–147.

Assenga, M. P., Aly, D., & Hussainey, K. (2018). The impact of board characteristics on the financial performance of Tanzanian firms. *Corporate Governance*, 18(6), 1089–1106. https://doi.org/10.1108/CG-09-2016-0174

Babatunde, S., & Sankay, C. (2011). Perceived Relationship between Corporate Capital Structure and Firm Value in Nigeria. International Journal of Business and Social Science, 2 (19), 131-143.

Bansal, N., & Sharma, A. K. (2016). Audit Committee, Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from India. *International Journal of Economics and Finance*, 8(3), 103–116. https://doi.org/10.5539/ijef.v8n3p103

Bhabra, G. S. (2007). Insider Ownership and Firm Value in New Zealand. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(2), 142-154.

Bhatt, R. R., & Bhattacharya, S. (2015). Board structure and firm performance in Indian IT firms. *Journal of Advances in Management Research*, 12(3), 232–248. https://doi.org/10.1108/JAMR-07-2014-0042

Black, B. S., Kim, W., Jang, H., & Park, K. (2013). How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea. *Social Science Research Network*, 1-57.

Budiman, Raymond. 2018. Rahasia analisis fundamental saham. *Jakarta: Elex Media Komputindo*.

Chaghadari, M. F., & Chaleshtori, G. N. (2011). Corporate governance and firm performance. *International Conference on Sociality and Economics Development*, 10, 484–489. https://doi.org/10.22459/tcbd.10.2005.08

Chen, J., & Chen, Dar-Hsin. (2007). Does Institutional Ownership Create Values? The New Zealand Case. *Deprtemen of Business Administration, National Taipe University*.

Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance*, 31(6), 1771–1794.

Cristofel, C., & Kurniawati, K. (2021). Pengaruh Enterprise Risk Management, Corporate Social Responsibilty Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Bisnis*, 14(1), 1–12. https://doi.org/10.30813/jab.v14i1.2468

Danoshana, S., & Ravivathani, T. (2013). The impact of the corporate governance on firm performance: A study on financial institutions in Sri Lanka. *Merit Research Journal of Accounting, Auditing, Economics and Finance*, 1(6), 118– 121. https://doi.org/10.5958/2319-1422.2019.00004.3

Darmadi, S. (2013). Ownership Concentration, Foreign Ownership, and Firm Performance: Evidence from Indonesia. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2), 1–15.

Dewi, A. S., Sari, D., & Abaharis, H. (2018). Pengaruh Karakteristik Dewan Komisaris terhadap Kinerja Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Benefita*, 3(3), 445–454. https://doi.org/10.22216/jbe.v3i3.3530

Dewi, L. S., & Abundanti, N. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Kepemilikan Institusional Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(10), 6099. https://doi.org/10.24843/ejmunud.2019.v08.i10.p12

Dey, O., dan Banerjee, S. (n.d.). Incentives "and" Status Introduction. http://ssrn.com/abstract=1968374https://ssrn.com/abstract=1968374Electroniccopyavailableat:http://ssrn.com/abstract=1968374

Dezsö, C. L., dan R. D. G. (2012). Does female representation in top management improve firm performance? A panel data investigation.

Diana, P. (2016). Implementasi Tata Kelola Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan di Indonesia. *Jurnal ULTIMA Accounting*, 7(2), 1–17. https://doi.org/10.31937/akuntansi.v7i2.177

Douma, S., George, R., & Kabir, R. (2006). Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market. *Strategic Management Journal*, 27(7), 637–657.

Dwicahyani, D., Rate, P. V, Jan, A. B. H. (2022). The Effect of Leverage, Profitability, Company Size, Managerial Ownership And Institutional Ownership On The Value Of Non-Cyclicals. *Jurusan Mana*. 10(4), 275–286.

Džanić, A. (2012). Concentration of ownership and corporate performance: evidence from the Zagreb Stock Exchange. *Financial Theory and Practice*, 36(1), 29–52. https://doi.org/10.3326/fintp.36.1.2

Eforis, C. (2017). Pengaruh Kepemilikan Negara Dan Kepemilikan Publik Terhadap Kinerja Keuangan Bumn (Studi Pada Perusahaan Bumn Yang Go Public Pada Tahun 2012 – 2015). *Ultima Accounting*, 9(1), 18–31. http://ejournals.umn.ac.id/index.php/Akun/article/view/585/513

Ekananda, M. (2016). Analisis Ekonometrika Data Panel: Teori Lengkap Dan Pembahasan Menyeluruh Bagi Penelitian Ekonomi, Bisnis Dan Sosial. Edisi Kedua. Jakarta: Mitra Wacana Media.

El-Habashy, H. A. (2019). The effects of board and ownership structures on the performance of publicly listed companies in Egypt. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(1), 1–15. https://www.abacademies.org/articles/The-Effects-of-Board-and-Ownership-Structures-on-the-Performance-of-Publicly-Listed-Companies-in-Egypt-1528-2635-23-1-336.pdf

Erica, D. (2018). Analisa Rasio Laporan Keuangan Untuk Menilai Kinerja Perusahaan PT Kino Indonesia Tbk. *Jurnal Ekonomi, Manajemen & Bisnis Universitas Bina Sarana Informatika*, 2(1), 12–20. https://ejournal.bsi.ac.id/ejurnal/index.php/ecodemica/article/view/2752

Fallatah, Y., & Dickins, D. (2012). Corporate governance and firm performance and value in Saudi Arabia. *African Journal of Business Management*, 6(36), 10025-10034.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.

Farich Novrina Sandy, Wisnu Mawardi, Fuad Mas'ud. (2020). ANALISIS PENGARUH TINGKAT KEHADIRAN RAPAT, UKURAN KOMITE AUDIT, REPUTASI AUDIT, KONSENTRASI KEPEMILIKAN DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN UKURAN PERUSAHAAN DAN LEVERAGE SEBAGAI VARIABEL KONTROL (STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DALAM INDEX LQ-45 DI BEI PERIODE 2014-2018). *DIPONEGORO JOURNAL OF ECONOMICS*, 9(2), 105-122. http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/jme

Fauzi, H., & Musallam, S. R. M. (2015). Corporate ownership and company performance: A study of Malaysian listed companies. *Social Responsibility Journal*, 11(3), 439–448. https://doi.org/10.1108/SRJ-05-2014-0064

Feng Kao, M., Lynn H., Aziza J. (2018). Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan. *The international journal of business in society*, 19(1), 189-216. Emeraldinsight

Ferial, F., Suhadak, S., & Handayani, S. (2016). Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan Dan Efeknya Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Badan Usaha Milik Negara Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2014). *Jurnal Administrasi Bisnis S1 Universitas Brawijaya*, 33(1), 146–153.

Fithria, A. (2018). Analisis Profitabilitas Bank Pembiayaan Rakyat Syariah di Indonesia: Apakah Kepemilikan Manajemen Berpengaruh. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 18(1), 39–47. https://doi.org/10.20961/jab.v18i1.232

Fitri, Fauziah & Afriyenti, Mayar. (2021). Pengaruh Audit Internal dan Good Corporate Governance terhadap Kinerja Keuangan Perbankan Syariah (Studi Empiris pada Perbankan Syariah di Indonesia Periode 2014-2019). *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 3(2), 329–348.

García-Meca, E., & Pedro, S. B. (2011). Firm value and ownership structure in the Spanish capital market. *Corporate Governance*, 11(1), 41-53. https://doi.org/10.1108/14720702222208835

García-Ramos, R., & García-Olalla, M. (2011). Board characteristics and firm performance in public founder- and nonfounder-led family businesses. *Journal of Family Business Strategy*, 2(4), 220–231. https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2011.09.001

Ghazali, N. A. M. (2020). Governance and ownership in Malaysia: their impacts on corporate performance. *Asian Journal of Accounting Research*, 5(2), 285–298. https://doi.org/10.1108/AJAR-03-2020-0017

Ghozali, Imam, & Ratmono, Dwi. (2017). Analisis Multivariat dan Ekonometrika dengan Eviews 10. Ed 2. Badan Penerbit Universitas Diponegoro: Semarang.

Hakimi, A., Rachdi, H., Mokni, R. B. S., & Hssini, H. (2018). Do board characteristics affect bank performance? Evidence from the Bahrain Islamic banks. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 9(2), 251–272. https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2015-0029

Hamdan, A. M. M., & Al Mubarak, M. M. S. (2017). The impact of board independence on accounting-based performance. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 33(2), 114–130. https://doi.org/10.1108/jeas-03-2017-0012

Haris, M., Yao, H., Tariq, G., Javaid, H. M., & Ul Ain, Q. (2019). Corporate governance, political connections, and bank performance. *International Journal of Financial Studies*, 7(4), 1–37. https://doi.org/10.3390/ijfs7040062

Hasnawati, S., & Sawir, A. (2015). Keputusan keuangan, ukuran perusahaan, struktur kepemilikan dan nilai perusahaan publik di Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 17(1), 65–75. https://doi.org/10.9744/jmk.17.1.65-75

Helland, E., & Sykuta, M. (2005). Who's Monitoring the Monitor? Do Outside Directors Protect Shareholders' Interests. *Financial Review*, 40(2), 1-26.

Hermawan, A. (2009). Pengaruh Mekanisme Corporate Governance terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 24(3), 207–222.

Hermawan, A. A., & Maf'ulah, A. N. (2014). Pengaruh mekanisme corporate governance terhadap nilai perusahaan di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 18(2), 95–108.

Hersugondo. (2018). "Struktur Kepemilikan Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Jasa Keuangan Yang Terdaftar Di Bei Tahun 2013-2016". *SENDI*. ISBN: 978-979-3649-99-3

Hidayat, T., Triwibowo, E., & Marpaung, N. V. (2021). Pengaruh Good Corporate dan Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Bisnis Pelita Bangsa*, 6(1), 1-18.

Hu, H.W. and Tam, O.K. (2012), "Independent directors in China and India: a comparative assessment", *Company and Securities Law Journal*, 30(2), 453-470.

Huang, W., & Zhu, T. (2015). Foreign institutional investors and corporate governance in emerging markets: Evidence of a split-share structure reform in China. *Journal of Corporate Finance*, 32, 312–326. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.013

Husin, M. (2019). Pengaruh Tata Kelola Perusahaan, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 8(9), 1–19. http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/2545

Immanuela, I. (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Agency Cost sebagai Variabel Intervening terhadap Kinerja Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Widya Warta: Jurnal Ilmiah Universitas Katolik Widya Mandala Madiun*, 38(1), 59–70. http://portal.widyamandala.ac.id/jurnal/index.php/warta/article/view/163/190

Indarti, M. K., & Extaliyus, L. (2013). Pengaruh Corporate Governance Preception Index (CGPI), Struktur Kepemilikan, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi*, 20(2), 171–183. https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004

Indarwati, P. (2018). Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Ilmu Manajemen Dan Akuntansi Terapan (JIMAT)*, 6(1), 104–119.

Indrastuti, D. K. (2021). Faktor-Faktor yang Memengaruhi Nilai Perusahaan Sektor Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi TSM*, 1(1), 117–126. http://jurnaltsm.id/index.php/ejatsm

Iqbal, S., Nawaz, A., & Ehsan, S. (2019). Financial performance and corporate governance in microfinance: Evidence from Asia. *Journal of Asian Economics*, 60, 1–13. https://doi.org/10.1016/j.asieco.2018.10.002

Ishaku, A. A., & Dandago, K. I. (2017). Board Characteristics & Financial Performance of Downstream Sector Oil & Gas Listed Companies in Nigeria. *Sahel Analyst: Journal of Management Sciences*, 15(5), 124–152. https://saheljournalsonline.org.ng/testuploadc/Sahel_15_5_9.pdf

Jalaluddin, J. (2021). Board size and firm performance of listed companies in Indonesia. Jurnal Manajemen UNMUL, 13(2), 292–296.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

Jusoh, M. A., Rashid, M., & Ajis, M. N. eim. (2020). The influence of foreign investors on firm performance in Malaysia: A case of trading and services listed firms. International Journal of Supply Chain Management, 9(3), 927–934.

Kallamu, B. S., & Saat, N. A. M. (2015). Audit committee attributes and firm performance: Evidence from Malaysian finance companies. *Asian Review of Accounting*, 23(3), 206–231. https://doi.org/10.1108/ARA-11-2013-0076

Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703–728.

Koerniadi, H., & Tourani-Rad, A. (2012). Does Board Independence Matter? Evidence from New Zealand. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 6(2), 3–18.

Kolamban, D.V., Murni, S., & Baramuli, D.N. (2020). Pengaruh Leverage, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Industri Perbankan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2014-2017. *Jurnal EMBA*, 8(3), 174–183. https://ejournal.unsrat.ac.id/index.php/emba/article/view/29862.

Kosasih & Mungniyati. (2022). Pengaruh Tata Kelola Perusahaan, Karakteristik Perusahaan, Dan Rasio Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi TSM*, 2(3), 53–62. https://doi.org/10.34208/ejatsm.v2i3.1644

Kumar, N., & Singh, J. P. (2013). Effect of Board Size and Promoter Ownership on Firm Value: Some Empirical Findings from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 13(1), 88-98.

Lam, T. yan, & Lee, S. kam. (2012). Family ownership, board committees and firm performance: Evidence from Hong Kong. *Corporate Governance*, 12(3), 353– 366. https://doi.org/10.1108/14720701211234609

Lestari, R. A. (2021). Gender Diversity, Board Composition, Intellectual Capital and Its Effect on Firm Performance Article Information. Management Analysis Journal, 10(1), 63–76. http://maj.unnes.ac.id

Li, J., Mangena, M., & Pike, R. (2012). The effect of audit committee characteristics on intellectual capital disclosure. British Accounting Review, 44(2), 98–110. https://doi.org/10.1016/j.bar.2012.03.003

Lin, C. (2011). An examination of board and firm Performance: evidence from Taiwan. *The International Journal of Business and Finance Research*, 5(4), 17–34. http://ssrn.com/abstract=1879564

Lumoly, S., Murni, S., & Untu, V. N. (2018). Pengaruh Likuiditas, Ukuran Perusahaan Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Logam Dan Sejenisnya Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Emba*, 6(3), 1108–1117.

Mahendra, A., Sri Artini, L. Gede, & Suarjaya, A. G. (2012). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Stategi Bisnis, Dan Kewirausahaan*, 6(2), 130–138.

Malik, M. S., & Makhdoom, D. D. (2016). Does corporate governance beget firm performance in Fortune Global 500 companies? *Corporate Governance*, 16(4), 747–764. https://doi.org/10.1108/CG-12-2015-0156

Mandalika, A. (2016) Pengaruh Struktur Aktiva, Struktur Modal dan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Studi Pada Sektor Otomotif). *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi*, 16(1), 207-218.

Mandey, Pangemanan, Pangerapan. (2017). Analisis Pengaruh Insider Ownership, Leverage, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2013-2015. *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis dan Akuntansi*, 5(2). https://ejournal.unsrat.ac.id/index.php/emba/article/view/16213

Margaretha, F., & Afriyanti, E. (2016). Pengaruh Corporate Governance Terhadap Kinerja Industri Jasa Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi*, 20(3), 453–466. https://doi.org/http://dx.doi.org/10.24912/ja.v20i3.9

Marsha, N., & Murtaqi, I. (2017). The Effect of Financial Ratios on Firm Value in The Food and Beverage Sector of The IDX. *Journal of Business and Management*, 6(2), 214–226.

Masitoh, N. S., & Hidayah, N. (2018). Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance terhadap Kinerja Perusahaan (Studi Empirik Pada Perusahaan Perbankan di BEI tahun 2014 – 2016). *TEKUN: Jurnal Telaah Akuntansi Dan Bisnis*, 1(1), 49–59. https://doi.org/10.22441/tekun.v8i1.2596

Megginson, W. L., & Netter, J. M. (2001). From state to market: A survey of empirical studies on privatization. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321–389.

Mishra, R. K., & Kapil, S. (2018). Effect of board characteristics on firm value: evidence from India. *South Asian Journal of Business Studies*, 7(1), 41–72. https://doi.org/10.1108/SAJBS-08-2016-0073

Moore, G., Paskelian, O., Bell, S., & Creek, J. (2019). Does the Government Drive Chinese Banking Performance – An Analysis of the Chinese Banking System. *Journal of Applied Business and Economics*, 21(7), 104–113. https://doi.org/https://doi.org/10.33423/jabe.v21i7.2550

Moslemany, R. El, & Nathan, D. (2018). The Effect of Ownership Structure on Firm's Financial Performance : An Empirical Study on companies listed on the Egyptian Stock Exchange Abstract. *JRL of the Faculty of Commerce for Scientific Research*, 55(1), 2–18. http://acj.alexu.edu.eg/index.php/acj/article/view/110

Mustapha, Y. I. (2017). Relationship Between Board Structure Variables and Performance of Listed Manufacturing Firms in Nigeria. *International Journal of Economic Behavior*, 7(1), 131–147. http://ojs.uniurb.it/index.php/ijmeb/article/view/1922/1751

Napitupulu, R. D. (2019). Determinasi Rasio Likuiditas Dan Rasio Profitabilitas Terhadap Pertumbuhan Laba Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jisamar (Journal of Information System, Applied, Management, Accounting and Research)*, 3(2), 115–120. http://journal.stmikjayakarta.ac.id/index.php/jisamar/article/view/96

Natalia *et al*. (2022). Pengaruh kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan subsektor property dan real estate yang terdaftar di BEI. *Jurnal Mahasiswa Manajemen Dan Akuntansi*, 2(2), 188–208.

Natapermana, I. L., Yadiati, W., & Nurhayati, E. (2020). Pengaruh Implementasi Good Corporate Governance dan Strategi Bisnis terhadap Kinerja Perusahaan: Studi

Kasus BUMN di Indonesia Tahun 2013-2018. *Jurnal Maksipreneur: Manajemen, Koperasi, Dan Entrepreneurship*, 9(2), 153–172. https://ejournal.up45.ac.id/index.php/maksipreneur/article/view/579

Nguyen, H., & Faff, R. (2006). Impact of Board Size and Board Diversity on Firm Value: Australian Evidence. *Corporate Ownership and Control*, 4(2), 24-32.

Nugrahanti, Y. W., & Novia, S. (2012). Mekanisme Corporate Governance Terhadap Kinerja Perbankan. Jurnal Manajemen, 11(2), 151–170.

Nurmasari, I., & Sukmana, A. (2019). Analisis Aktivitas dan Profitabilitas untuk Menilai Kinerja Keuangan PT Midi Utama Indonesia Tbk (Dibandingkan Dengan Perusahaan Ritel yang Terdaftar di BEI). *JIMF (Jurnal Ilmiah Manajemen Forkamma)*, 2(3), 76–88. http://openjournal.unpam.ac.id/index.php/FRKM/article/view/3399/2676

Nyaguthii, M. B., Mike, I., & David, W. (2018). Effect of Ownership Structure on the Financial Performance of Insurance Firms Listed on Nairobi Securities Exchange. *International Journal of Business Management & Finance*, 1(53), 911–930. https://serialpublishers.org/index.php/ijbmf/article/view/25

Obradovich, J., & Gill, A. (2013). The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 91, 1-14.

Onasis, K., & Robin. (2016). Pengaruh Tata Kelola Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Sektor Keuangan yang Terdaftar di BEI. *Bina Ekonomi*, 20(1), 1–22. https://doi.org/10.26593/be.v20i1.1893.1-22

Orazalin, N., Makarov, R., & Ospanova, M. (2015). Corporate Governance and Firm Performance in the Oil and Gas Industry of Russia. *Journal of Business, Economics & Finance*, 4(4), 710–722. https://doi.org/10.17261/pressacademia.2015414537

Oxelheim, L., & Randoy, T. (2001). The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value. *Working Paper, Research Institute of Industrial Economics (IUI)*, 567.

Paramita, V. S., & Ali, A. (2023). Can Profitability Moderate the Impact of Green Investment, Corporate Social Responsibility, and Good Corporate Governance on Company Value on the SRI-KEHATI Index. *International Journal of Finance Research*, 4(4), 320–338. https://doi.org/10.47747/ijfr.v4i4.1604

Pasaribu, Mirry Y., *et al*. Pengaruh Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Sektor Industri Dasar

Dan Kimia Yang Terdaftar Di Bei Tahun 2011-2014. *Jurnal Administrasi Bisnis S1 Universitas Brawijaya*, 35(1), 154–164.

Prasetyanto, Pramundityo., Chariri, Anis. (2013). Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kinerja Intellectial Capital Terhadap Nilai Perusahaan. Diponegoro Journal of Accounting Volume 2, 2, 1–12. ISSN: 2337.3806.

Puspita, A., & Patuh, M. (2017). Pengaruh Intellectual Capital dan Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan. *Hilos Tensados*, 1, 1–476.

Putra, A., & Badjra, I. (2015). Pengaruh Leverage, Pertumbuhan Penjualan dan Ukuran Perusahaan terhadap Profitabilitas. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 4(7), 2052–2067. https://repositori.unud.ac.id/kenaikan-pangkat/view/pengaruh-leverage,-pertumbuhan-penjualan-dan-ukuran-perusahaan-terhadap-profitabilitas-

Putra, A., & Nuzula, N. (2017). Pengaruh Corporate Governance terhadap Profitabilitas (Studi Pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2015). *Jurnal Administrasi Bisnis S1 Universitas Brawijaya*, 47(1), 103–112. http://administrasibisnis.studentjournal.ub.ac.id/index.php/jab/article/view/1822

Putra, M. K. R., & Suardana, I. K. A. (2019). Corporate Social Responsbility Sebagai Pemoderasi Pengaruh Komponen Good Corporate Governance Terhadap Profitabilitas. *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 27(1), 119– 148. https://doi.org/10.24843/eja.2019.v27.i01.p05

Putri, A. R., & Handayani, S. R. (2021). Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Kepemilikan Asing terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Sektor Keuangan di Indonesia. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 9(1), 59–70.

Rahman, A. N. A. A., & Reja, B. A. F. M. (2015). Ownership Structure and Bank Performance. *Journal of Economics, Business and Management*, 3(5), 483–488. https://doi.org/10.7763/joebm.2015.v3.232

Ritha, H. (2016). Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Ukuran (Size) Perbankan Terhadap Kinerja Perbankan 2009-2014. Transparansi *Jurnal Ilmiah Ilmu Administrasi*, 8(2), 101–112. https://doi.org/10.31334/trans.v8i2.65

Rouf, A. (2011). The Relationship between Corporate Governance and Value of the Firm in Developing Countries: Evidence from Bangladesh. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 5(3), 237–244.

Rusli, Y. M., Nainggolan, P., & Pangestu, J. C. (2020). Pengaruh Independent Board of Commissioners, Institusional Ownership, and Audit Committee Terhadap Firm Value. Journal of Business and Applied Managemen, 13(1), 49–66.

Saha, N. K., Moutushi, R. H., & Salauddin, M. (2018). Corporate Governance and Firm Performance: The Role of the Board and Audit Committee. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 10(1), 210–225. https://doi.org/10.5296/ajfa.v10i1.12933

Saifi, M. (2019). Pengaruh Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. *Profit: Jurnal Administrasi Bisnis*, 13(2), 1–11. https://doi.org/10.21776/ub.profit.2019.013.02.1

Sairin. (2018). Analisis pengaruh kepemilikan publik, kepemilikan asing dan leverage terhadap nilai perusahaan (Studi pada perusahaan property dan real estate yang terdaftar di BEI). *Jurnal Madani: Ilmu Pengetahuan, Teknologi, dan Humaniora*, 1(2), 325–340. https://doi.org/10.33753/madani.v1i2.17

Sami, H., Wang, J.T., Zhou, H. (2009). Corporate Governance and Operating Performance of Chinese Listed Firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20(2), 106-114.

Sarpong-Danquah, B., Gyimah, P., Afriyie, R. O., & Asiama, A. (2018). Corporate Governance and Firm Performance: An Empirical Analysis of Manufacturing Listed Firms in Ghana. *Accounting and Finance Research*, 7(3), 111–118. https://doi.org/10.5430/afr.v7n3p111

Schank, M. J. (2019). The Effect of Board Characteristics on the Financial Performance: Evidence from Romania. *Easy Chair Preprint*, 1241, 1–8. https://easychair.org/publications/preprint/x48c

Shanti, Y. K. (2020). Pengaruh Komite Audit Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Dengan Dewan Komisaris Sebagai Variabel Intervening. *IQTISHADUNA: Jurnal Ilmiah Ekonomi Kita*, 9(2), 147–158. https://doi.org/10.46367/iqtishaduna.v9i2.241

Sheikh, N. A., Wang, Z., & Khan, S. (2013). The impact of internal attributes of corporate governance on firm performance: Evidence from pakistan. *International Journal of Commerce and Management*, 23(1), 38–55. https://doi.org/10.1108/10569211311301420

Shukeri, S. N., Shin, O. W., & Shaari, M. S. (2012). Does Board of Director's Characteristics Affect Firm Performance? Evidence from Malaysian Public Listed Companies. *International Business Research*, 5(9), 120–127. https://doi.org/10.5539/ibr.v5n9p120

Sobhy, A., Mohamed, E. K. A., & Hussain, M. M. (2017). Corporate Governance and Bank Performance: Experience with Ten Asian Countries. *SSRN Electronic Journal*. https://doi.org/10.2139/ssrn.2900333

Stefanescu, C. A. (2011). Do Corporate Governance "Actors"' Features Affect Banks' Value? –Evidence from Romania. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 24, 1311-1321.

Suhardjanto, D., Alwiyah, Jatmiko, & Ajibroto, N. (2017). Ownership Structure and Financial Performance : An Empirical Study of Listed Airlines Industry in Asia and Australia. *Review of Integrative Business and Economics Research*, 6(1), 121–130. https://www.sibresearch.org/uploads/3/4/0/9/34097180/riber_6- s1_sp_b17-145_121-130.pdf

Sujoko, dan U. Soebiantoro. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 9(1), 41–48.

Sukrini, D. (2012). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Deviden dan Kebijakan Hutang Analisis Terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal*, 1(2), 1–12.

Sulong, Z., & Nor, F. M. (2008). Dividends, Ownership Structure and Board Governance on Firm Value: Empirical Evidence from Malaysian Listed Firms. *Malaysian Accounting Review*, 7 (2).

Suryani, M. R. (2018). Pengaruh Intellectual Capital dan Mekanisme Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Universitas Jember*, 16(1), 42.

Susanti, R. & Mildawati, T. (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusional, dan Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 3 (1), 1–18.

Susetyo, A., Widarko, A., & Khalikussabir. (2018). Pengaruh Kepemilikan Pemerintah, Kepemilikan Publik, dan Ukuran Perusahaan (Lnta) Terhadap Kinerja Keuangan Bumn (Studi Kasus pada Perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI periode 2013-2018). *Jurnal Ilmiah Riset Manajemen*, 9(7), 60–75. http://riset.unisma.ac.id/index.php/jrm/article/view/6237

Suto, M., & Toshino, S. (2020). Foreign Ownership and Corporate Governance: Evidence from Emerging Markets. *Asian Economic Journal*, 34(2), 200–215.

Sutrisno, & Mohamad, M. (2019). Board diversity and firm performance: cases in sharia capital market of Indonesia. Jurnal Siasat Bisnis, 23(2), 83–90. https://doi.org/10.20885/jsb.vol23.iss2.art1

Sutrisno, H., & Mulyani, S. (2019). Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Mekanisme GCG terhadap Kinerja Keuangan BUMN Sektor Energi. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 19(2), 122–133.

Swedan, Z. M., & Ahmed, S. (2019). the Impact of Corporate Governance Implementation on Firm'S Performance in the Gulf Countries (Gcc) Based on Stewardship Assumptions. *International Journal of Business Society*, 2(11), 42–47. https://ijo-bs.com/wp-content/uploads/2019/issue/116416337/the_impact_of_corporate_governance_implementation_on_firms_performance_in_the_gulf_countriesgccbased_on_stewardship_assumptions.pdf

Tamrin, M. dan Maddatuang, B. (2019). Penerapan Konsep Good Corporate Governance Dalam Industri Manufaktur Di Indonesia. *Bogor: PT Penerbit IPB Press.*

Thaharah, N. dan N. F. Asyik. (2016). Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan LQ 45. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 5(2), 1–18.

Thenmozhi M. and Aghila Sasidharan. (2020). "Does board independence enhance firm value of state-owned enterprises? Evidence from India and China". *European Business Review*, 32(5), 869–899. https://www.emerald.com/insight/0955-534X.htm

Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), https://about.jstor.org/terms

Tornyeva, K., & Wereko, T. (2012). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from the Insurance Sector of Ghana. *European Journal of Business and Management*, 4(13), 95–112. https://core.ac.uk/download/pdf/234624331.pdf

Tran, N. M., Nonneman, W., & Jorissen, A. (2014). Government ownership and firm performance: The case of Vietnam. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(3), 628–650. http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.851.7324&rep=rep1&type=pdf

Tulung, J. E., & Ramdani, D. (2018). Independence, size and performance of the board: An emerging market research. *Corporate Ownership and Control*, 15(2), 201–208. https://doi.org/10.22495/cocv15i2c1p6

Utama, C. A., & Utama, S. (2019). Board of Commissioners in Corporate Governance, Firm Performance, and Ownership Structure. International Research Journal of Business Studies, 12(2), 111–136.

Utama, S., & Zulfikar, R. (2019). Foreign Ownership and Firm Performance in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 23(1), 45–58.

Wardati, S., Shofiyah, S., & Ariani, K. (2021). Pengaruh Dewan Komisaris, Dewan Direksi, Komite Audit, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan. *Inspirasi Ekonomi: Jurnal Ekonomi Manajemen*, 3(4), 1–10. https://doi.org/10.32938/ie.v3i4.2015

Wicaksono *et al*. (2023). The effect of ownership structure on water disclosure in Indonesian companies. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 10(1), 100185. https://doi.org/10.1016/j.joitmc.2023.100185

Widianingrum, H., & Dillak, V. J. (2023). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Pertumbuhan Perusahaan dan Cash Holding Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Makanan dan Minuman Terdaftar di BEI Tahun 2017-2021. *EKOMBIS REVIEW: Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Bisnis*, 11(1), 41–52. https://doi.org/10.37676/ekombis.v11i1.2773

Widianingsih. (2018). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Komisaris Independen, serta Komite Audit pada Nilai Perusahaan dengan Pengungkapan CSR sebagai Variabel Moderating dan Firm Size sebagai Variabel Kontrol. *Jurnal Akuntansi Dan Pajak*, 19(1), 38. https://doi.org/10.29040/jap.v19i1.196

Widyati, M. F. (2013). Pengaruh Dewan Direksi, Komisaris Independen, Komite Audit, Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 1(1), 234–249.

Wiranata, Y. A., & Nugrahanti, Y.W. (2013). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 15(1), 15-26.

Yasser, Q. R., & Al Mamun, A. (2014). Implications of ownership identity and insider's supremacy on the economic performance of the listed companies. *Corporate Ownership and Control*, 11(4), 399–411. https://doi.org/10.22495/cocv11i4c4p3

Yu, M. (2013). State ownership and firm performance: Empirical evidence from Chinese listed companies. *China Journal of Accounting Research*, 6(2), 75–87. https://doi.org/10.1016/j.cjar.2013.03.003

Yuliana, T. (2020). Pengaruh Free Cash Flow Dan Harga Saham Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening. *Seminar Nasional Pakar*, 3(2), 1–6.

Zabri, S. M., Ahmad, K., & Wah, K. K. (2016). Corporate Governance Practices and Firm Performance: Evidence from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia. *Procedia Economics and Finance*, 35, 287–296. https://doi.org/10.1016/s2212-5671(16)00036-8

(http://www.finance.yahoo.com)
(http://www.idx.co.id)

LAMPIRAN

LAMPIRAN I.

Tabel 4.1

Hasil Seleksi Sampel Berdasarkan Metode *Purposive Sampling*

Keterangan	Jumlah
Populasi: Perusahaan BUMN baik induk maupun anak perusahaan yang tercatat di BEI	31
Perusahaan BUMN yang tidak tercatat di BEI secara konsisten selama sepuluh tahun berturut-turut, yaitu periode 2015 – 2024.	(9)
Perusahaan BUMN yang tidak menggunakan mata uang rupiah (Rp) dalam laporan tahunannya.	(3)
Jumlah perusahaan BUMN yang masuk kriteria	19
Total data selama 10 tahun (19x10)	190

Sumber: Hasil Penelitian (2025)

Tabel 4.1.1

Hasil Seleksi Sampel Perusahaan

No	Kode Perusahaan	Nama Perusahaan Lengkap
1	ADHI	PT Adhi Karya (Persero) Tbk
2	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk
3	BBNI	PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk
4	BBRI	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk
5	BBTN	PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk
6	BMRI	PT Bank Mandiri (Persero) Tbk
7	ELSA	PT Elnusa Tbk
8	JSMR	PT Jasa Marga (Persero) Tbk
9	KAEF	PT Kimia Farma Tbk
10	PPRO	PT PP Properti Tbk
11	PTBA	PT Bukit Asam Tbk
12	PTPP	PT PP (Persero) Tbk
13	SMBR	PT Semen Baturaja (Persero) Tbk
14	SMGR	PT Semen Indonesia (Persero) Tbk
15	TINS	PT Timah Tbk
16	TLKM	PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk
17	WIKA	PT Wijaya Karya (Persero) Tbk
18	WSKT	PT Waskita Karya (Persero) Tbk
19	WTON	PT Wijaya Karya Beton Tbk

Sumber: Hasil Penelitian (2025)

LAMPIRAN II.

Tabel 4.2

Statistik Deskriptif

Statistik	LNTOBQ	ROA	BOCSZ	INDCOM	AC	GOVOWN	INSOWN	FOROWN	SIZE	LNDER
Mean	0.156921	0.034337	6.352632	0.460469	4.115789	0.626937	0.131552	0.147345	31.67357	0.675546
Median	0.029870	0.025014	6.000000	0.436508	4.000000	0.600233	0.131819	0.106011	31.37617	0.715044
Maximum	2.042914	0.281738	11.00000	0.714286	9.000000	0.910181	0.269869	0.400846	35.42552	2.777488
Minimum	-0.543268	-0.135934	2.000000	0.200000	3.000000	0.510000	0.023575	0.000536	28.81540	-2.223162
Std. Dev.	0.379179	0.053928	1.759891	0.119005	1.283705	0.098872	0.051023	0.123842	1.752439	0.983819
Skewness	1.839892	1.098011	0.505514	0.325364	1.287784	1.073393	0.216200	0.644267	0.490033	-0.002084
Kurtosis	7.894202	6.932785	3.360538	2.088837	4.142808	4.189422	2.513926	2.025904	2.298450	2.148980
Jarque-Bera	296.8277	160.6237	9.121304	9.924849	62.85485	47.68539	3.350628	20.65602	11.50056	5.733670
Probability	0.000000	0.000000	0.010455	0.006996	0.000000	0.000000	0.187249	0.000033	0.003182	0.056879
Sum	29.81503	6.524073	1207.000	87.48914	782.0000	119.1181	24.99485	27.99560	6017.978	128.3538
Sum Sq. Dev.	27.17376	0.549660	585.3737	2.676635	311.4526	1.847605	0.492033	2.898683	580.4269	182.9331
Observations	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

LAMPIRAN III.

Tabel 4.3

ROA Common Effect Model

Dependent Variable: ROA
Method: Panel Least Squares
Date: 12/05/25 Time: 15:08
Sample: 2015 2024
Periods included: 10
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.264430	0.145521	-1.817122	0.0709
BOCSZ	-0.003389	0.003310	-1.023833	0.3073
INDCOM	-0.014562	0.031477	-0.462629	0.6442
AC	0.003025	0.003732	0.810457	0.4187
GOVOWN	-0.020098	0.045713	-0.439664	0.6607
INSOWN	0.094507	0.071498	1.321825	0.1879
FOROWN	0.084903	0.059767	1.420581	0.1572
SIZE	0.010427	0.005364	1.944039	0.0534
LNDER	-0.041521	0.005002	-8.301103	0.0000

R-squared	0.469696	Mean dependent var	0.034337
Adjusted R-squared	0.446257	S.D. dependent var	0.053928
S.E. of regression	0.040130	Akaike info criterion	-3.547170
Sum squared resid	0.291487	Schwarz criterion	-3.393364
Log likelihood	345.9812	Hannan-Quinn criter.	-3.484865
F-statistic	20.03917	Durbin-Watson stat	0.617314
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Tabel 4.4

Tobin's Q Common Effect Model

Dependent Variable: LNTOBQ
Method: Panel Least Squares
Date: 12/05/25 Time: 15:17
Sample: 2015 2024
Periods included: 10
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.543869	1.085683	0.500946	0.6170
BOCSZ	-0.010718	0.024698	-0.433981	0.6648
INDCOM	0.147468	0.234836	0.627962	0.5308
AC	0.016571	0.027843	0.595175	0.5525
GOVOWN	2.712238	0.341049	7.952628	0.0000
INSOWN	2.964688	0.533418	5.557906	0.0000
FOROWN	3.062432	0.445897	6.868022	0.0000
SIZE	-0.093227	0.040016	-2.329741	0.0209
LNDER	-0.064821	0.037317	-1.737047	0.0841

R-squared	0.402935	Mean dependent var	0.156921
Adjusted R-squared	0.376545	S.D. dependent var	0.379179
S.E. of regression	0.299396	Akaike info criterion	0.472113
Sum squared resid	16.22451	Schwarz criterion	0.625920
Log likelihood	-35.85075	Hannan-Quinn criter.	0.534418
F-statistic	15.26867	Durbin-Watson stat	0.795764
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Tabel 4.5

ROA Fixed Effect Model

Dependent Variable: ROA
Method: Panel Least Squares
Date: 12/05/25 Time: 15:11
Sample: 2015 2024
Periods included: 10
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.420167	0.270671	-1.552317	0.1225
BOCSZ	-0.003784	0.002916	-1.297742	0.1962
INDCOM	0.009812	0.025798	0.380355	0.7042
AC	0.001080	0.003498	0.308687	0.7580
GOVOWN	0.043512	0.083465	0.521326	0.6028
INSOWN	0.045914	0.070731	0.649140	0.5172
FOROWN	0.229806	0.062624	3.669634	0.0003
SIZE	0.014100	0.008079	1.745372	0.0828
LNDER	-0.065430	0.007111	-9.201489	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.798752	Mean dependent var	0.034337
Adjusted R-squared	0.766651	S.D. dependent var	0.053928
S.E. of regression	0.026051	Akaike info criterion	-4.326609
Sum squared resid	0.110618	Schwarz criterion	-3.865190
Log likelihood	438.0279	Hannan-Quinn criter.	-4.139695
F-statistic	24.88252	Durbin-Watson stat	1.502643
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Tabel 4.6

Tobin's Q Fixed Effect Model

Dependent Variable: LNTOBQ
Method: Panel Least Squares
Date: 12/05/25 Time: 15:46
Sample: 2015 2024
Periods included: 10
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 190

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.708461	2.862358	3.042408	0.0027
BOCSZ	0.023124	0.030834	0.749957	0.4544
INDCOM	-0.139785	0.272815	-0.512382	0.6091
AC	-0.014823	0.036996	-0.400671	0.6892
GOVOWN	1.474847	0.882648	1.670935	0.0967
INSOWN	1.779905	0.747985	2.379599	0.0185
FOROWN	1.880648	0.662250	2.839786	0.0051
SIZE	-0.316648	0.085431	-3.706472	0.0003
LNDER	0.030204	0.075197	0.401665	0.6885

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.544759	Mean dependent var	0.156921
Adjusted R-squared	0.472144	S.D. dependent var	0.379179
S.E. of regression	0.275487	Akaike info criterion	0.390387
Sum squared resid	12.37061	Schwarz criterion	0.851806
Log likelihood	-10.08678	Hannan-Quinn criter.	0.577301
F-statistic	7.502004	Durbin-Watson stat	0.992666
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Tabel 4.7

ROA Random Effect Model

Dependent Variable: ROA
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/05/25 Time: 15:14
Sample: 2015 2024
Periods included: 10
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 190
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.314691	0.191290	-1.645096	0.1017
BOCSZ	-0.003770	0.002845	-1.325028	0.1868
INDCOM	0.010404	0.025371	0.410062	0.6822
AC	0.000992	0.003393	0.292482	0.7703
GOVOWN	0.036203	0.069034	0.524428	0.6006
INSOWN	0.054960	0.066708	0.823893	0.4111
FOROWN	0.204170	0.051889	3.934754	0.0001
SIZE	0.010843	0.005929	1.828822	0.0691
LNDER	-0.058254	0.006385	-9.123397	0.0000

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.037610	0.6758
Idiosyncratic random	0.026051	0.3242

Weighted Statistics

R-squared	0.452088	Mean dependent var	0.007347
Adjusted R-squared	0.427871	S.D. dependent var	0.034438
S.E. of regression	0.026048	Sum squared resid	0.122812
F-statistic	18.66815	Durbin-Watson stat	1.357005
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.354073	Mean dependent var	0.034337
Sum squared resid	0.355040	Durbin-Watson stat	0.469403

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Tabel 4.8

Tobin's Q Random Effect Model

Dependent Variable: LNTOBQ
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/05/25 Time: 15:48
Sample: 2015 2024
Periods included: 10
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 190
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.527603	1.406160	1.086365	0.2788
BOCSZ	0.002655	0.027381	0.096949	0.9229
INDCOM	-0.032316	0.250989	-0.128755	0.8977
AC	0.007146	0.032135	0.222356	0.8243
GOVOWN	2.525368	0.478969	5.272513	0.0000
INSOWN	2.605986	0.611276	4.263190	0.0000
FOROWN	2.998813	0.480886	6.236011	0.0000
SIZE	-0.118268	0.047864	-2.470926	0.0144
LNDER	-0.035568	0.050067	-0.710398	0.4784

Effects Specification		
	S.D.	Rho
Cross-section random	0.141861	0.2096
Idiosyncratic random	0.275487	0.7904

Weighted Statistics

R-squared	0.297095	Mean dependent var	0.082117
Adjusted R-squared	0.266028	S.D. dependent var	0.323708
S.E. of regression	0.277328	Sum squared resid	13.92082
F-statistic	9.562871	Durbin-Watson stat	0.915681
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.393332	Mean dependent var	0.156921
Sum squared resid	16.48545	Durbin-Watson stat	0.773230

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

LAMPIRAN IV.

Tabel 4.9

ROA Model's Chow Test

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: MODEL_ROA
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	14.806542	(18,163)	0.0000
Cross-section Chi-square	184.093451	18	0.0000

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Tabel 4.10

Tobin's Q Model's Chow Test

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: MODEL_TOBQ
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.821139	(18,163)	0.0003
Cross-section Chi-square	51.527930	18	0.0000

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Tabel 4.11

ROA Model's Hausman Test

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

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	7.968776	8	0.4365

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Tabel 4.12

Tobin’s Q Model’s Hausman Test

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

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.426150	8	0.2364

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

LAMPIRAN V.

Tabel 4.13

Hasil Uji Multikolinearitas

	BOCSZ	INDCOM	AC	GOVOWN	INSOWN	FOROWN	SIZE	LNDER
BOCSZ	1.000000	0.182242	0.700826	-0.333522	-0.272570	0.702934	0.836643	0.416125
INDCOM	0.182242	1.000000	0.337815	0.049202	-0.282349	0.057903	0.391789	0.436849
AC	0.700826	0.337815	1.000000	-0.232242	-0.303820	0.640626	0.743558	0.337134
GOVOWN	-0.333522	0.049202	-0.232242	1.000000	-0.164272	-0.627094	-0.368457	-0.103370
INSOWN	-0.272570	-0.282349	-0.303820	-0.164272	1.000000	-0.305062	-0.297339	-0.080158
FOROWN	0.702934	0.057903	0.640626	-0.627094	-0.305062	1.000000	0.734991	0.159228
SIZE	0.836643	0.391789	0.743558	-0.368457	-0.297339	0.734991	1.000000	0.637040
LNDER	0.416125	0.436849	0.337134	-0.103370	-0.080158	0.159228	0.637040	1.000000

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Tabel 4.14

Hasil Uji Heterokedastisitas ROA

Dependent Variable: ABS(RESID)
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/05/25 Time: 16:04
Sample: 2015 2024
Periods included: 10
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 190
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.025391	0.135851	0.186903	0.8519
BOCSZ	0.004242	0.002100	2.019810	0.0449
INDCOM	-0.033597	0.018765	-1.790411	0.0751
AC	-0.000505	0.002502	-0.201901	0.8402
GOVOWN	-0.037363	0.049239	-0.758807	0.4490
INSOWN	-0.045190	0.048957	-0.923056	0.3572
FOROWN	-0.103913	0.037847	-2.745595	0.0066
SIZE	0.001302	0.004251	0.306222	0.7598
LNDER	0.000736	0.004625	0.159091	0.8738

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Tabel 4.15

Hasil Uji Heterokedastisitas Tobin's Q

Dependent Variable: ABS(RESID)
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/05/25 Time: 16:16
Sample: 2015 2024
Periods included: 10
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 190
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.174068	0.784199	0.221969	0.8246
BOCSZ	-0.015251	0.016149	-0.944399	0.3462
INDCOM	0.165745	0.149793	1.106491	0.2700
AC	0.045367	0.018778	2.415960	0.0167
GOVOWN	0.621163	0.258847	2.399736	0.0174
INSOWN	0.906337	0.356155	2.544782	0.0118
FOROWN	0.319720	0.285597	1.119479	0.2644
SIZE	-0.019848	0.027425	-0.723717	0.4702
LNDER	-0.094364	0.027669	-3.410518	0.0008

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

LAMPIRAN VI.

Tabel 4.16

Random Effect ROA dengan White Robust Standard Errors

Dependent Variable: ROA
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/05/25 Time: 16:51
Sample: 2015 2024
Periods included: 10
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 190
Swamy and Arora estimator of component variances
White cross-section (period cluster) standard errors & covariance (d.f. corrected)
Standard error and t-statistic probabilities adjusted for clustering

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.314691	0.192753	-1.632611	0.1370
BOCSZ	-0.003770	0.002589	-1.455858	0.1794
INDCOM	0.010404	0.024465	0.425246	0.6806
AC	0.000992	0.001704	0.582467	0.5746
GOVOWN	0.036203	0.036214	0.999714	0.3436
INSOWN	0.054960	0.088768	0.619144	0.5512
FOROWN	0.204170	0.068365	2.986490	0.0153
SIZE	0.010843	0.006255	1.733646	0.1170
LNDER	-0.058254	0.007433	-7.837115	0.0000

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.037610	0.6758
Idiosyncratic random	0.026051	0.3242

Weighted Statistics

R-squared	0.452088	Mean dependent var	0.007347
Adjusted R-squared	0.427871	S.D. dependent var	0.034438
S.E. of regression	0.026048	Sum squared resid	0.122812
F-statistic	18.66815	Durbin-Watson stat	1.357005
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.354073	Mean dependent var	0.034337
Sum squared resid	0.355040	Durbin-Watson stat	0.469403

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Tabel 4.17

Random Effect Tobin's Q dengan White Robust Standard Errors

Dependent Variable: LNTOBQ
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/05/25 Time: 16:55
Sample: 2015 2024
Periods included: 10
Cross-sections included: 19
Total panel (balanced) observations: 190
Swamy and Arora estimator of component variances
White cross-section (period cluster) standard errors & covariance (d.f. corrected)
Standard error and t-statistic probabilities adjusted for clustering

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.527603	0.911303	1.676284	0.1280
BOCSZ	0.002655	0.017725	0.149765	0.8843
INDCOM	-0.032316	0.325070	-0.099412	0.9230
AC	0.007146	0.019027	0.375546	0.7160
GOVOWN	2.525368	0.792773	3.185488	0.0111
INSOWN	2.605986	0.854748	3.048836	0.0138
FOROWN	2.998813	0.449424	6.672564	0.0001
SIZE	-0.118268	0.030517	-3.875453	0.0038
LNDER	-0.035568	0.052462	-0.677978	0.5148

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.141861	0.2096
Idiosyncratic random	0.275487	0.7904

Weighted Statistics

R-squared	0.297095	Mean dependent var	0.082117
Adjusted R-squared	0.266028	S.D. dependent var	0.323708
S.E. of regression	0.277328	Sum squared resid	13.92082
F-statistic	9.562871	Durbin-Watson stat	0.915681
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.393332	Mean dependent var	0.156921
Sum squared resid	16.48545	Durbin-Watson stat	0.773230

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

LAMPIRAN VII.

Tabel 4.18

Model Regresi ROA

Variabel	Koefisien	Prob.	Keterangan
C (Konstanta)	-0.314691	0.1370	Tidak signifikan
BOCSZ	-0.003770	0.1794	Tidak signifikan
INDCOM	0.010404	0.6806	Tidak signifikan
AC	0.000992	0.5746	Tidak signifikan
GOVOWN	0.036203	0.3436	Tidak signifikan
INSOWN	0.054960	0.5512	Tidak signifikan
FOROWN	0.204170	0.0153	Signifikan positif
SIZE	0.010843	0.1170	Tidak signifikan
LNDER	-0.058254	0.0000	Signifikan negatif

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Tabel 4.19

Model Regresi Tobin’s Q

Variabel	Koefisien	Prob.	Keterangan
C (Konstanta)	1.527603	0.1280	Tidak signifikan
BOCSZ	0.002655	0.8843	Tidak signifikan
INDCOM	-0.032316	0.9230	Tidak signifikan
AC	0.007146	0.7160	Tidak signifikan
GOVOWN	2.525368	0.0111	Signifikan positif
INSOWN	2.605986	0.0138	Signifikan positif
FOROWN	2.998813	0.0001	Signifikan positif
SIZE	-0.118268	0.0038	Signifikan negatif
LNDER	-0.035568	0.5148	Tidak signifikan

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

LAMPIRAN VIII.

Tabel 4.20

Hasil Uji T ROA

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Keputusan (α = 5%)	Keterangan
C (Konstanta)	-0.314691	0.192753	-1.632611	0.1370	H₀ Diterima	Tidak signifikan
BOCSZ	-0.003770	0.002589	-1.455858	0.1794	H₀ Diterima	Tidak signifikan
INDCOM	0.010404	0.024465	0.425246	0.6806	H₀ Diterima	Tidak signifikan
AC	0.000992	0.001704	0.582467	0.5746	H₀ Diterima	Tidak signifikan
GOVOWN	0.036203	0.036214	0.999714	0.3436	H₀ Diterima	Tidak signifikan
INSOWN	0.054960	0.088768	0.619144	0.5512	H₀ Diterima	Tidak signifikan
FOROWN	0.204170	0.068365	2.986490	0.0153	H₀ Ditolak	Signifikan positif
SIZE	0.010843	0.006255	1.733646	0.1170	H₀ Diterima	Tidak signifikan
LNDER	-0.058254	0.007433	-7.837115	0.0000	H₀ Ditolak	Signifikan negatif

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Tabel 4.21

Hasil Uji T Tobin’s Q

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Keputusan (α = 5%)	Keterangan
C (Konstanta)	1.527603	0.911303	1.676284	0.1280	H₀ Diterima	Tidak signifikan
BOCSZ	0.002655	0.017725	0.149765	0.8843	H₀ Diterima	Tidak signifikan
INDCOM	-0.032316	0.325070	-0.099412	0.9230	H₀ Diterima	Tidak signifikan
AC	0.007146	0.019027	0.375546	0.7160	H₀ Diterima	Tidak signifikan
GOVOWN	2.525368	0.792773	3.185488	0.0111	H₀ Ditolak	Signifikan positif
INSOWN	2.605986	0.854748	3.048836	0.0138	H₀ Ditolak	Signifikan positif
FOROWN	2.998813	0.449424	6.672564	0.0001	H₀ Ditolak	Signifikan positif
SIZE	-0.118268	0.030517	-3.875453	0.0038	H₀ Ditolak	Signifikan negatif
LNDER	-0.035568	0.052462	-0.677978	0.5148	H₀ Diterima	Tidak signifikan

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

LAMPIRAN IX.

Tabel 4.22

Hasil Uji F ROA

R-squared	0.452088
Adjusted R-squared	0.427871
S.E. of regression	0.026048
Sum squared resid	0.122812
F-statistic	18.66815
Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Tabel 4.23

Hasil Uji F Tobin's Q

R-squared	0.297095
Adjusted R-squared	0.266028
S.E. of regression	0.277328
Sum squared resid	13.92082
F-statistic	9.562871
Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

LAMPIRAN X.

Tabel 4.24

Hasil Uji Koefisien Determinasi (R2) ROA

R-squared	0.452088
Adjusted R-squared	0.427871
S.E. of regression	0.026048
Sum squared resid	0.122812
F-statistic	18.66815
Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)

Tabel 4.25

Hasil Uji Koefisien Determinasi (R2) Tobin’s Q

R-squared	0.297095
Adjusted R-squared	0.266028
S.E. of regression	0.277328
Sum squared resid	13.92082
F-statistic	9.562871
Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Hasil Penelitian (EViews 13, 2025)