

**PENGARUH STRUKTUR DEWAN TERHADAP NILAI
PERUSAHAAN DENGAN PROFITABILITAS SEBAGAI
VARIABEL INTERVENING**



Diajukan oleh

Tri Alpiani

18911005

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN KEUANGAN
FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2020**

**PENGARUH STRUKTUR DEWAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
DENGAN PROFITABILITAS SEBAGAI VARIABEL INTERVENING**

**Tesis S-2
Program Magister Manajemen**



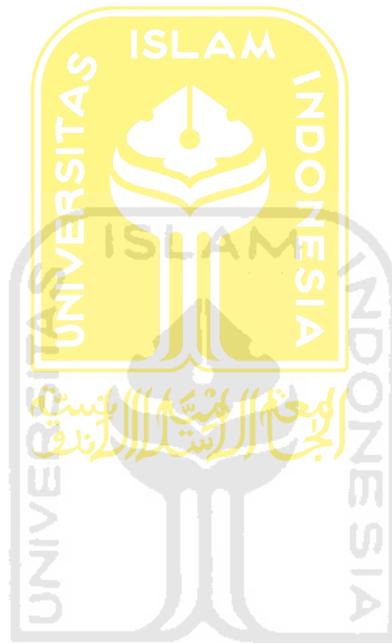
Diajukan oleh

Tri Alpiani

18911005

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN KEUANGAN
FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2020**

HALAMAN PENGESAHAN



Yogyakarta, 02 November 2020

Telah diterima dan disetujui dengan baik oleh :

Dosen Pembimbing

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Sutrisno'.

Dr. Drs. Sutrisno, MM.

PERNYATAAN PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam penulisan tesis ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan 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 diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, maka saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku.”

Yogyakarta, 23 Oktober 2020



Tri Alpiani

BERITA ACARA UJIAN TESIS

Pada hari Selasa tanggal 29 September 2020 Program Studi Manajemen
Program Magister, Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam
Indonesia telah mengadakan ujian tesis yang disusun oleh :

TRI ALPIANI

No. Mhs. : 18911005

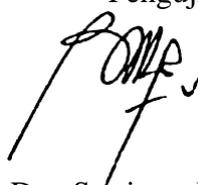
Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Dengan Judul:

**PENGARUH STRUKTUR DEWAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN
PROFITABILITAS SEBAGAI VARIABEL INTERVENING**

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

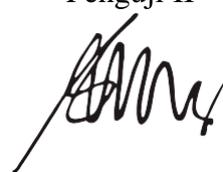
Penguji I



Dr. Drs. Sutrisno, MM.



Penguji II



Dr. D. Agus Harjito, M.Si.

Mengetahui

Ketua Program Studi Magister Manajemen,



Dr. Dwipraptono Agus Harjito, M.Si.

KATA PENGANTAR

Bismillahirrahmaanirrahiim

Dengan mengucapkan *Alhamdulillah Robbil 'Alamin*, puji syukur kehadirat Allah SWT, yang telah melimpahkan rahmat serta karunia-Nya kepada peneliti sehingga peneliti mampu menyelesaikan tugas akhir ini yang merupakan salah satu syarat untuk memperoleh gelar magister dalam Program Studi Manajemen Keuangan, Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia. Sholawat beserta salam tak lupa peneliti haturkan kepada Nabi Muhammad SAW. Semoga kita semua mampu meneladani akhlak beliau sehingga dapat memperoleh syafaat-Nya di hari kiamat kelak.

Peneliti menyadari penyusunan tugas akhir ini tidak akan selesai dengan baik tanpa bantuan dari berbagai pihak. Berkat do'a, dukungan serta motivasi baik langsung maupun tidak langsung dari merekalah tugas akhir ini dapat terselesaikan. Oleh karena itu, peneliti mengucapkan banyak terimakasih kepada semua pihak, antara lain:

1. Bapak Fathul Wahid, S.T., M.Sc., Ph.D selaku Rektor Universitas Islam Indonesia.
2. Bapak Dr. Dwipraptono Agus Harjito, M.Si selaku Ketua Program Studi Manajemen Magister Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia.

3. Bapak Dr. Drs. Sutrisno, MM selaku Dosen Pembimbing yang penuh kesabaran dalam membimbing, mengarahkan, memberikan kritik serta saran bagi peneliti dalam menyelesaikan tugas akhir ini.
4. Seluruh Dosen Program Studi Magsiter Manajemen Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia yang telah memberikan pengetahuan dan wawasan selama menempuh perkuliahan.
5. Seluruh pegawai dan staff bidang akademik Program Studi Magister Manajemen Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia yang telah memberikan banyak kemudahan administrasi.
6. Segenap keluarga besar civitas akademika Universitas Islam Indonesia yang telah memberikan banyak ilmu dan pengetahuan kepada penulis.
7. Kedua orang tuaku, Bapak Pagiman dan Ibu Hj. Jahroh tercinta, serta Kakak-kakakku Sri Purwaningsih, Dwi Nurcahya dan Ucu Lestari, yang senantiasa mendoakan, memotivasi serta selalu memberikan dukungan apapun yang peneliti lakukan.
8. Teman-teman satu perjuangan Program Studi Magister Manajemen Angkatan 51-A dan Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia, terimakasih telah berbagi pengalaman dan ilmu kepada penulis.
9. Semua pihak yang telah membantu peneliti dalam menyelesaikan tugas akhir ini yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Semoga semua yang telah diberikan menjadi amal saleh dan diberi balasan melebihi apa yang telah diberikan oleh Allah SWT. Dalam tugas akhir ini peneliti

menyadari masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu, kritik dan saran yang bersifat membangun selalu penulis harapkan. Semoga tugas akhir ini dapat bermanfaat bagi kita semua. Aamiin.

Yogyakarta, 15 September 2020
Peneliti,

Tri Alpiani
18911005



DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL	i
HALAMAN PENGESAHAN	ii
PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME	iii
BERITA ACARA	iv
KATA PENGANTAR	iii
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR LAMPIRAN	xii
ABSTRAK	xiv
ABSTRACK	xv
BAB I: PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	6
1.3 Tujuan Penelitian	7
1.4 Manfaat Penelitian	7
1.5 Sistematika Penulisan	8
BAB II: KAJIAN PUSTAKA	
2.1 Landasan Teori	10
2.1.1 Teori Keagenan (<i>Agency Theory</i>)	10
2.1.2 <i>Good Corporate Governance</i>	11
2.1.3 Prinsip-prinsip <i>Good Corporate Governance</i>	14
2.1.4 Nilai Perusahaan	18
2.1.5 Struktur Dewan	19
2.1.6 Profitabilitas	20
2.2 Penelitian Terdahulu	24

2.3 Pengembangan Hipotesis	31
2.3.1 Pengaruh BOD terhadap Nilai Perusahaan	31
2.3.2 Pengaruh BOC terhadap Nilai Perusahaan	32
2.3.3 Pengaruh BOD terhadap Profitabilitas	33
2.3.4 Pengaruh BOC terhadap Profitabilitas	33
2.3.5 Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan	34
2.3.6 Pengaruh BOD terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas	35
2.3.7 Pengaruh BOC terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas	35
2.4 Kerangka Konsep Penelitian	36
BAB III: METODE PENELITIAN.....	37
3.1 Populasi dan Sampel	37
3.2 Data dan Sumber Data	38
3.3 Definisi Operasional Variabel Penelitian	39
3.4 Pengujian Hipotesis	40
3.4.1 Analisis Data Panel	40
3.4.2 Uji Kesesuaian Model	42
3.4.3 Uji Asumsi Klasik	43
3.5 Analisis Jalur (Path Analysis).....	45
BAB IV: DATA DAN PEMBAHASAN	48
4.1 Analisis Deskriptif	48
4.2 Pengujian Hipotesis	50
4.2.1 Uji Asumsi Klasik	50
4.2.2 Hasil Analisis Regresi Data Panel	52
4.2.3 Hasil Analisis Jalur	63
4.3 Pembahasan	66
4.3.1 Pengaruh BOD terhadap Nilai Perusahaan	66

4.3.2 Pengaruh BOC terhadap Nilai Perusahaan	68
4.3.3 Pengaruh BOD terhadap Profitabilitas	69
4.3.4 Pengaruh BOC terhadap Profitabilitas	70
4.3.5 Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan	71
4.3.6 Pengaruh BOD terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas	74
4.3.7 Pengaruh BOC terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas	75
BAB V: KESIMPULAN DAN SARAN.....	77
5.1 Kesimpulan.....	77
5.2 Saran	79
DAFTAR PUSTAKA	80



DAFTAR TABEL

4.1 Hasil Analisis Deskriptif	48
4.2 Hasil Uji Multikolinearitas	50
4.3 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Persamaan 1	51
4.4 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Persamaan 2	52
4.5 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Persamaan 3	52
4.6 Hasil Chow Test untuk Model Persamaan 1	53
4.7 Hasil Hausman Test untuk Model Persamaan 1	53
4.8 Hasil Uji Regresi Data Panel- <i>Fixed Effect Model</i> Persamaan 1	54
4.9 Hasil Chow Test untuk Model Persamaan 2	56
4.10 Hasil Hausman Test untuk Model Persamaan 2	57
4.11 Hasil Uji Regresi Data Panel- <i>Fixed Effect Model</i> Persamaan 2	57
4.12 Hasil Chow Test untuk Model Persamaan 3	59
4.13 Hasil Hausman Test untuk Model Persamaan 3	60
4.14 Hasil Uji Regresi Data Panel- <i>Fixed Effect Model</i> Persamaan 3	60
4.15 Hasil Uji Sobel Substruktur I	64
4.16 Hasil Uji Sobel Substruktur II	66

DAFTAR GAMBAR

2.1 <i>Research Frame Work</i>	36
2.2 <i>Path Analysis</i> Substruktur I	63
2.3 <i>Path Analysis</i> Substruktur II	65



DAFTAR LAMPIRAN

LAMPIRAN 1 Data Penelitian	86
LAMPIRAN 2 Hasil Analisis Deskriptif	99
LAMPIRAN 3 Hasil Uji Multikolinearitas	99
LAMPIRAN 4 Hasil Uji Heteroskedastisitas-Pers.1	99
LAMPIRAN 5 Hasil Uji Heteroskedastisitas-Pers.2	100
LAMPIRAN 6 Hasil Uji Heteroskedastisitas-Pers.3	100
LAMPIRAN 7 Hasil Chow Test metode GLS/WLS-Pers.1	100
LAMPIRAN 8 Hasil Hausman Test-Pers.1	101
LAMPIRAN 9 <i>Fixed Effect Model</i> Terpilih metode GLS/WLS-Pers.1	101
LAMPIRAN 10 Hasil Chow Test metode OLS-Pers.2	101
LAMPIRAN 11 Hasil Hausman Test-Pers.2	102
LAMPIRAN 12 <i>Fixed Effect Model</i> Terpilih metode GLS/WLS-Pers.2	102
LAMPIRAN 13 Hasil Chow Test metode GLS/WLS-Pers.3	102
LAMPIRAN 14 Hasil Hausman Test-Pers.3	103
LAMPIRAN 15 <i>Fixed Effect Model</i> Terpilih metode GLS/WLS-Pers.3	103
LAMPIRAN 16 Hasil Uji Sobel Substruktur I	103
LAMPIRAN 17 Hasil Uji Sobel Substruktur II	104

ABSTRAK

Peran *board* sebagai mekanisme internal *Good Corporate Governance* (GCG) sangat diperlukan untuk mengurangi konflik keagenan. Ketika *board* berperan baik dalam mengelola GCG maka perusahaan akan berjalan secara efektif dan efisien, serta mampu menyejahterakan para pemegang saham, dan akan berpengaruh pada kinerja perusahaan, sehingga meningkatkan profitabilitas. Meningkatnya profitabilitas secara tidak langsung akan meningkatkan harga saham perusahaan dan nilai perusahaan akan meningkat.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh langsung struktur dewan yang terdiri dari *board of director* (BOD) dan *board of commissiner* (BOC) terhadap nilai perusahaan, profitabilitas terhadap nilai perusahaan, dan untuk mengetahui pengaruh tidak langsung struktur dewan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas.

Metode pengambilan sample menggunakan *purposive sampling*, objek penelitian ini merupakan perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dari tahun 2015-2019, dengan jumlah sampel sebanyak 103 perusahaan, alat analisis yang digunakan adalah Regresi Data Panel dan *Path Analysis*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel BOC dan profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan variabel BOD tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Variabel struktur dewan juga tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas. Hasil *Path Analysis* menunjukkan bahwa variabel profitabilitas tidak mampu menjadi intervening antara BOD dan BOC terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci: Struktur Dewan, Dewan Direksi, Dewan Komisaris, Nilai Perusahaan, Profitabilitas

ABSTRACT

The role of the *board* as an internal mechanism for *Good Corporate Governance* (GCG) is needed to reduce agency conflicts. When the board plays a good role in managing GCG, the company will run effectively and efficiently, and be able to prosper the shareholders, and will have an effect on company performance, thereby increasing profitability. Increased profitability will indirectly increase the company's stock price and the company's value will increase.

This study aims to determine the direct effect of board structure consisting of *board of directors* (BOD) and *board of commissioner* (BOC) on firm value, profitability on firm value, and to determine the indirect effect of board structure on firm value through profitability.

The sampling method used was *purposive sampling*, the object of this research was companies listed on the Indonesian Sharia Stock Index (ISSI) from 2015-2019, with a sample size of 103 companies. The analysis tools used were Panel Data Regression and *Path Analysis*.

The results showed that the variables of BOC and profitability had negative and significant effect on firm value. Meanwhile, variables of BOD has no significant effect on firm value. The board structure variable also has no significant effect on profitability. The results of the *Path Analysis* show that the profitability is not able to be an intervening variable between BOD and BOC on firm value.

Keywords: Board Structure, Board of Director, Board of Commissioner, Firm Value, Profitability

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Seiring dengan perkembangan industri yang semakin pesat, membuat pemilik perusahaan harus terus memutar otak untuk mempertahankan masa depan perusahaannya dan tentunya harus dibarengi dengan modal yang cukup. Kebutuhan tambahan modal tersebut didapat melalui pasar modal sehingga secara otomatis menyebabkan perusahaan beralih kepada model pengelolaan yang lebih modern. Perubahan pengelolaan model klasik ke arah modern menyebabkan permasalahan yang dihadapi perusahaan menjadi semakin kompleks dan memicu permasalahan agensi yang kemudian dikenal dengan teori keagenan (*Agency Theory*). Menurut Lukviarman (2016) teori keagenan telah digunakan secara luas sebagai latar belakang teoritis untuk mempelajari dan memahami hubungan antara kepemilikan dan kinerja korporasi dari sudut pandang *Corporate Governance* (CG).

Pada pengelolaan model klasik (*classical entrepreneur firm*), pemilik perusahaan merangkap sebagai pengelola perusahaan, yang nantinya seluruh keputusan akan dinikmati hasil beserta risikonya oleh pemilik (Rusdiyanto, 2019). Sedangkan untuk pengelolaan modern terjadi pemisah antara pemilik (*principal*) dan pengelola (*agen*) perusahaan di mana pemilik perusahaan memberikan wewenang kepada pengelola untuk menjalankan perusahaan, akan tetapi harus ada hasil yang memuaskan bagi pemilik.

Rusdiyanto (2019) menyatakan bahwa untuk menjembatani kepentingan antara dua pihak tersebut maka dibentuklah *board*. *Board* ini merupakan perangkat *governance* dalam upaya meminimalisir masalah keagenan. Terdapat dua mekanisme *governance* yaitu mekanisme eksternal (mekanisme pasar, hukum & regulasi Negara) dan mekanisme internal (keberadaan dan peran board) yaitu mempercayakan efektivitas pengendalian internal perusahaan oleh Dewan Komisaris dan Dewan Direksi. Di Indonesia model *board* yang diterapkan adalah *two-tier board*, di mana Dewan Direksi dibentuk untuk mengelola perusahaan dan mengambil keputusan tingkat atas, seperti yang dikatakan dalam teori Fama & Jensen (1983) bahwa *board of director* (BOD) berperan dalam mengambil keputusan. Sementara *board of commissioner* (BOC) dibentuk untuk mengawasi/memonitoring implementasi keputusan dan memberikan masukan kepada Dewan Direksi. Peran keduanya sangat penting dalam hal kelangsungan hidup suatu perusahaan. Kebijakan mengenai *board* di Indonesia telah tercantum dalam Undang-Undang Perseroan Terbatas tahun 2007, Peraturan Otoritas Jasa Keuangan tentang Dewan Komisaris dan Dewan Direksi tahun 2014 dan Pedoman Pelaksanaan *Corporate Governance* oleh Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG) tahun 2006.

Peran *board* (BOD dan BOC) sebagai mekanisme *Good Corporate Governance* (GCG) sangat diperlukan untuk mengurangi konflik keagenan. Ketika *board* berperan baik dalam mengelola GCG maka perusahaan akan berjalan secara efektif dan efisien, dan mampu menyejahterakan para pemegang saham, sehingga akan berpengaruh pada harga saham yang tinggi dan nilai

perusahaan akan meningkat. Hal tersebut akan meningkatkan kepercayaan pasar terhadap kinerja perusahaan pada saat ini dan di masa yang akan datang (Rahayu & Sari, 2018).

Penelitian Lidyah (2019), Laila (2011), Fauzi & Locke (2012), dan Onasis & Robin (2016) menemukan bahwa BOD berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Karena semakin banyak anggota dewan dalam perusahaan akan memberikan bentuk pengawasan kinerja perusahaan yang semakin baik dan meningkatkan harga saham dan nilai perusahaan pun akan ikut meningkat. Sedangkan menurut Lastanti dan Salim (2018) dan Sondokan (2019) menyatakan bahwa BOD tidak berpengaruh signifikan dengan nilai perusahaan.

Penelitian Lidyah (2019), Fauzi & Locke (2012), Soedaryono & Riduifana (2013) dan Laila (2011) mengatakan bahwa BOC berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Kusumaningrum & Nugroho (2019), Susanti & Nidar (2016) dan Syafitri, dkk (2018) mengungkapkan hasil yang berbeda bahwa BOC berpengaruh signifikan namun negatif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan Fintreswari & Sutiono (2017) dan Mukhtaruddin (2014) menyatakan BOC tidak berpengaruh signifikan. Hal ini disebabkan karena proses pemilihan dewan komisaris yang tidak dipilih melalui rapat pemegang saham tetapi dipilih oleh kepentingan mayoritas di perusahaan.

Secara fundamental, nilai perusahaan akan dipengaruhi oleh profitabilitas karena perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan meningkatkan harga saham, dan diharapkan mampu membayar dividen

sehingga diminati oleh investor (Fajarina dan Isnalita, 2018). Hermuningsih (2013) juga mengatakan bahwa profitabilitas penting untuk mempertahankan aktivitas perusahaan dalam jangka panjang, dan mencerminkan prospek perusahaan. Penelitian Putra & Sedana (2019), Sucuahi (2016), Sabrin et. al (2016), Tui (2017), dan Fajarina & Isnalita (2018) menunjukkan profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Ardila (2017) dan Herawati (2013) mengungkapkan hasil yang berbeda bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan namun negatif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan Lastanti & Salim (2018) Apriliyanti (2019), Hirdinis (2019) dan Putranto (2018) menemukan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh secara signifikan pada nilai perusahaan.

Peningkatan profitabilitas perusahaan dapat dicapai melalui *good corporate governance* (GCG). Salah satu unsur GCG adalah *board* (BOD dan BOC) merupakan mekanisme internal *governance*, yang tentunya akan berperan penting dalam peningkatan profitabilitas perusahaan. Istighfarin (2015) menyampaikan bahwa perusahaan yang menerapkan GCG akan memiliki kinerja yang baik jika didukung oleh organ perusahaan (manajemen perusahaan termasuk *board*) dan struktur kepemilikan. Keberadaan BOD akan memberikan pandangan dalam pengambilan keputusan terhadap kinerja perusahaan agar menjadi baik dan terkontrol, sehingga menghasilkan profitabilitas yang baik (Onasis dan Robin, 2016). Hasil penelitian Febriyanto (2013) dan Sukandar (2014) menemukan pengaruh positif antara BOD dengan profitabilitas, namun

Taufik (2016), Vafeas (2000) dan Terjesen et.al (2016) menemukan pengaruh yang tidak signifikan.

Fungsi utama BOC adalah untuk mengawasi kelengkapan dan kualitas informasi pelaporan tentang profitabilitas dewan direksi (Taufik, 2016). Oleh karena itu, posisi BOC sangat penting dalam menjembatani kepentingan dalam suatu perusahaan. Azmy et.al (2019), Muller (2014) dan Martsila dan Meiranto (2013) menemukan bahwa BOC berdampak positif terhadap profitabilitas. Sedangkan Fuzi (2016), Arosa et.al (2013), Taufik (2016), Handayani (2019) dan Sukandar (2014) mengatakan bahwa BOC tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas.

Berdasarkan runtutan penjelasan dan *research gap* diatas, peneliti tidak menemukan secara jelas penelitian mengenai pembahasan adanya pengaruh tidak langsung dari *board* terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas, namun ada beberapa penelitian yang secara tidak langsung dapat dijadikan landasan untuk pembahasan tersebut. Menurut (Lidyah, 2019) *Board of Director* (BOD) merupakan organ perusahaan yang ditunjuk untuk menjalankan kepentingan tujuan perusahaan, memiliki kekuasaan besar dalam mengambil keputusan, memiliki peran sebagai penghubung antara pemegang saham sebagai pemilik perusahaan dan manajemen sebagai pihak yang akan menjalankan kegiatan perusahaan. Sehingga banyaknya jumlah BOD akan memengaruhi kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan berkaitan erat dengan operasional perusahaan yang berdampak pada kinerja keuangan seperti profitabilitas. Jika banyaknya BOD memengaruhi kinerja perusahaan dan kinerja perusahaan

berkaitan erat dengan kinerja keuangan maka secara silogisme banyaknya BOD akan menghasilkan profitabilitas yang baik dan nantinya akan mampu meningkatkan harga saham sehingga nilai perusahaan meningkat.

Board of Commissioner (BOC) ditugaskan untuk menjamin implementasi strategi perusahaan, mengawasi manajemen dalam mengelola perusahaan dan merupakan faktor penting dari mekanisme tata kelola perusahaan (Lidyah, 2019). Semakin banyak anggota dewan dalam perusahaan akan memberikan bentuk pengawasan terhadap kinerja perusahaan yang semakin baik. Dengan kinerja perusahaan yang baik dan terkontrol, maka akan menghasilkan profitabilitas yang baik (Onasis & Robin, 2016). Meningkatnya profitabilitas secara tidak langsung akan meningkatkan harga saham perusahaan dan nilai perusahaan pun akan ikut meningkat (Isshaaq et al. 2009).

Anjani & Yadnya (2017) dan Asmawi (2018) dalam penelitiannya mengatakan penerapan mekanisme GCG (didalamnya termasuk dewan komisaris dan dewan direksi) yang berfungsi mengendalikan perusahaan serta mencegah manajemen untuk melakukan tindakan yang dapat merugikan pemegang saham. Semakin efektif penerapan GCG maka akan meningkatkan kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan yang semakin meningkat dapat mencapai tujuan perusahaan salah satunya menghasilkan profitabilitas yang tinggi, yang berdampak pada tingginya nilai perusahaan. Sedangkan Khumairoh, dkk (2014) mengatakan bahwa kualitas penerapan mekanisme GCG tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan meningkatkan profitabilitas.

Berdasarkan temuan-temuan di atas terdapat hasil variatif yang menunjukkan adanya *research gap*. Oleh karena itu peneliti tertarik membahas lebih lanjut penelitian “Pengaruh Struktur Dewan terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas sebagai Variabel Intervening”.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang di atas dapat ditarik rumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah *Board of Directors* dan *Board of Commissioner* berpengaruh terhadap Profitabilitas?
2. Apakah *Board of Directors* dan *Board of Commissioner* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan?
3. Apakah Profitabilitas berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan?
4. Apakah *Board of Directors* dan *Board of Commissioner* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas sebagai variabel intervening?

1.3 Tujuan Penelitian

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui:

1. Untuk menguji *Board of Directors* dan *Board of Commissioner* terhadap Profitabilitas
2. Untuk menguji Pengaruh *Board of Directors* dan *Board of Commissioner* terhadap Nilai Perusahaan
3. Untuk menguji Profitabilitas berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

4. Untuk menguji Pengaruh *Board of Directors* dan *Board of Commissioner* terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas sebagai variabel intervening

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan akan memberikan beberapa manfaat baik langsung maupun tidak langsung untuk berbagai pihak, baik untuk kalangan teoritis maupun kalangan praktisi, antara lain:

- a. Memberikan kontribusi pada pengembangan ilmu pengetahuan, khususnya bidang manajemen keuangan tentang manfaat penerapan dan mekanisme internal *Good Corporate Governance* dalam meningkatkan nilai perusahaan.
- b. Bagi manajemen perusahaan, diharapkan hasil penelitian ini bisa dimanfaatkan sebagai masukan beberapa faktor yang memengaruhi kinerja perusahaan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.
- c. Bagi investor serta badan otoritas pasar modal, diharapkan dapat memberikan informasi yang bermanfaat mengenai relevansi dari mekanisme internal *Good Corporate Governance* dengan perusahaan. Dan dapat digunakan sebagai informasi penting dalam pengambilan keputusan investasi yang akan dilakukan dalam memilih perusahaan yang mempunyai nilai perusahaan tinggi.
- d. Penelitian ini juga diharapkan memberikan manfaat sebagai referensi terhadap penelitian-penelitian selanjutnya. Penelitian ini bisa

dikembangkan oleh penelitian selanjutnya sehingga bisa diperoleh hasil yang lebih mendalam dan dapat diaplikasikan pada kehidupan nyata.

1.5 Sistematika Penulisan

Merupakan penjelasan tentang isi dari masing-masing bab secara singkat dan jelas. Penulisan Tesis ini akan disajikan dalam lima bab dengan sistematika sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini merupakan bentuk ringkas dari keseluruhan isi penelitian dan gambaran permasalahan yang diangkat dalam penelitian ini. Dalam bab ini terdiri dari latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penulisan.

BAB II KAJIAN PUSTAKA

Bab ini berisi tentang landasan teori yang digunakan sebagai dasar acuan teori bagi penelitian dan dasar dalam melakukan analisis pada penelitian ini. Berdasarkan teori dan perbedaan hasil penelitian (*research gap*) dari penelitian-penelitian terdahulu maka akan terbentuk suatu kerangka pemikiran dan penentuan hipotesis awal penelitian yang akan diuji.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini berisi tentang metode penelitian yang digunakan dalam penelitian. Berisi tentang populasi dan sampel, sumber dan teknik pengumpulan data, definisi operasional dan pengukuran variabel penelitian, dan pengujian hipotesis.

BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Bab ini merupakan isi pokok dari keseluruhan penelitian, yang mana berisi tentang gambaran umum objek penelitian, analisis data dan pembahasan hasil penelitian.

BAB V KESIMPULAN

Bab ini berisi tentang kesimpulan dari hasil penelitian, keterbatasan penelitian dan saran-saran bagi pihak yang berkepentingan untuk mengembangkan penelitian lebih lanjut.



BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Kajian Teori

2.1.1 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Menurut Jensen & Mecking (1976) *Agency Theory* atau teori keagenan menjelaskan tentang hubungan antara *agen* (manajemen perusahaan) dan *principal* (pemilik perusahaan). Dalam perseroan terbatas pemegang saham merupakan principal dan CEO adalah agen. Pemegang saham yang merupakan principal mendelegasikan pengambilan keputusan bisnis kepada manajer yang merupakan perwakilan atau agen dari pemegang saham.

Teori keagenan memiliki elemen kunci bahwa principal dan agen memiliki tujuan yang berbeda, sehingga teori agensi ini menjelaskan potensi konflik kepentingan yang terjadi antara berbagai pihak yang memiliki kepentingan dalam suatu perusahaan. Konflik kepentingan ini dapat terjadi karena adanya perbedaan tujuan dari masing-masing pihak berdasarkan posisi dan kepentingan terhadap perusahaan. Permasalahan yang muncul sebagai akibat sistem kepemilikan perusahaan, bahwa agen tidak selalu membuat keputusan-keputusan yang bertujuan untuk memenuhi kepentingan terbaik principal. Artinya akibat konflik kepentingan, manajer cenderung untuk mengejar tujuan pribadi, hal ini dapat mengakibatkan kecenderungan manajer untuk memfokuskan pada

proyek dan investasi perusahaan yang menghasilkan laba yang tinggi dalam jangka pendek daripada memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham melalui investasi di proyek-proyek yang menguntungkan jangka panjang

Perspektif teori agensi merupakan dasar yang digunakan untuk memahami isu *good corporate governance*. Teori keagenan mengakibatkan konflik kepentingan antara agen dan principal, dan untuk menghindari hal tersebut dibutuhkan suatu konsep *Good Corporate Governance* yang bertujuan untuk menjadikan perusahaan menjadi lebih sehat.

2.1.2 Good Corporate Governance

Good Corporate Governance atau di Indonesia dikenal dengan tata kelola perusahaan yang baik adalah sekelompok proses, kebijakan, kebiasaan, hukum dan lembaga yang memengaruhi cara-cara di mana perusahaan dikelola dan juga dikendalikan (W.F. Salem et al., 2019). OECD (*Organization for Economic Cooperation and Development*) telah memberikan definisi yang mencerminkan kepentingan pemangku kepentingan dan pemegang saham. Definisi ini mengidentifikasi bahwa tata kelola perusahaan adalah sekelompok hubungan di antara manajemen perusahaan, pemegang saham, dewan dan pemangku kepentingan lainnya. Inti dari penerapan tata kelola perusahaan adalah agar pihak-pihak yang berperan dalam menjalankan fungsi perusahaan dapat berperan sesuai

dengan tanggungjawabnya. Pihak tersebut adalah pemegang saham, dewan komisaris, dewan direksi dan karyawan.

Claessens & Fan (2003) mengemukakan bahwa pengertian tentang *corporate governance* dapat dimasukkan dalam dua kategori. Kategori pertama, lebih condong pada serangkaian pola perilaku perusahaan yang diukur melalui kinerja, pertumbuhan, struktur pembiayaan, perlakuan terhadap para pemegang saham dan *stakeholders*. Kategori pertama ini akan sangat cocok untuk dijadikan dasar analisis dalam mengkaji *corporate governance* di suatu negara, misalnya melihat bagaimana dewan direksi memenuhi transparansi dan akuntabilitas dalam pengambilan keputusan, bagaimana menentukan kompensasi yang layak bagi *executive* perusahaan. Kategori kedua, lebih melihat pada kerangka secara normatif, yaitu segala ketentuan hukum, baik yang berasal dari sistem hukum, sistem peradilan, pasar keuangan dan sebagainya yang memengaruhi perilaku perusahaan. Kategori kedua ini dijadikan dasar analisis dalam mengkaji *corporate governance* secara komparatif, misalnya melihat bagaimana berbagai perbedaan dalam kerangka normatif yang dibangun akan memengaruhi pola perilaku perusahaan, investor dan lainnya.

Effendi dan Daljono (2013) menyatakan *corporate governance* merupakan konsep yang diajukan untuk meningkatkan kinerja perusahaan melalui supervisi atau *monitoring* kinerja manajemen dan menjamin akuntabilitas manajemen terhadap *stakeholders* dengan mendasarkan pada kerangka peraturan. *Corporate governance* juga merupakan sistem yang

harus menjamin terpenuhinya kewajiban perusahaan kepada *shareholders* dan seluruh *stakeholders*, dan harus mampu bekerja sama dengan *stakeholders* dalam mencapai tujuan perusahaan.

Berdasarkan beberapa pengertian diatas, *corporate governance* dapat diartikan sebagai suatu sistem atau kaidah-kaidah yang berlaku yang disusun berdasarkan kondisi tertentu untuk menata, mengendalikan dan mengawasi perusahaan guna mencapai tujuan perusahaan secara optimal serta membangun hubungan yang baik antara pihak-pihak terkait dengan para *stakeholders*. Pihak terkait yang dimaksud adalah pihak internal yang meliputi direksi dan jajarannya mengharapkan imbalan yang wajar, sementara pihak eksternal yang meliputi pemegang saham, kreditur dan integrasi lingkungannya. Para pemegang saham mengharapkan pengembalian (*return*) atas modal yang ditanamkan. Begitu juga pihak kreditur menginginkan pengembalian tepat waktu atas pinjamannya serta menerima bunga, sedangkan pihak yang terintegrasi atau berhubungan dengan lingkungan perusahaan adalah para pelanggan mengharapkan barang dan jasa yang mereka terima dengan harga yang wajar sesuai kemampuan mereka dan menjamin perlindungan konsumen atas kualitas suatu barang dan jasa, sama halnya dengan pemasok akan menerima bayaran yang wajar atas barang dan jasanya, serta bagi pemerintah menerima pajak atas beroperasinya suatu perusahaan tanpa adanya penggelapan pajak akibat manipulasi pelaporan atas asset yang dilaporkan dan bahkan bagi masyarakat diharapkan memperoleh kontribusi sosial dan

bentuk manfaat lainnya. Hal ini dapat diwujudkan dengan prinsip *corporate governance*.

2.1.3 Prinsip-Prinsip *Corporate Governance*

FCGI (2006) memuat uraian dalam *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) bahwa terdapat lima unsur penting dalam menjalankan perusahaan yang biasanya diakronimkan dengan TARIF (*Transparency, Accountability, Responsibility, Independency, dan Fairness*) harus mencerminkan pada hal-hal berikut:

a) *Transparansi (Transparency)*

Mewajibkan adanya suatu informasi yang terbuka, tepat waktu, serta jelas, dan dapat diperbandingkan yang menyangkut keadaan keuangan, pengelolaan perusahaan, dan kepemilikan perusahaan.

b) *Akuntabilitas (Accountability)*

Menjelaskan peran dan tanggung jawab serta mendukung usaha untuk menjamin penyeimbangan kepentingan manajemen dan Pemegang Saham, sebagaimana yang diawasi oleh Dewan Komisaris.

c) *Pertanggungjawaban (Responsibility)*

Memastikan dipatuhinya peraturan serta ketentuan yang berlaku sebagai cerminan dipatuhinya nilai-nilai sosial.

d) *Independensi (Independency)*

Memastikan tidak adanya campur tangan pihak di luar lingkungan perusahaan terhadap berbagai keputusan yang diambil perusahaan.

e) Keadilan (*Fairness*)

Menjamin perlindungan hak-hak para Pemegang Saham, termasuk hak-hak Pemegang Saham asing serta menjamin terlaksananya komitmen dengan para investor.

Sejak diperkenalkan oleh OECD (1998), prinsip-prinsip *corporate governance* tersebut dijadikan acuan oleh banyak negara di dunia, tidak terkecuali di Indonesia. Prinsip-prinsip tersebut yakni:

1. Perlindungan terhadap Hak-Hak Pemegang Saham (*The Rights of Shareholders and Key Ownership Functions*).

Yang dimaksud hak-hak pemegang saham adalah hak untuk (1) menjamin keamanan metode pendaftaran kepemilikan, (2) mengalihkan atau memindahkan saham yang dimilikinya, (3) memperoleh informasi yang relevan tentang perusahaan secara berkala dan teratur, (4) ikut berperan dan memberikan suara dalam rapat umum pemegang saham, dan (5) memilih anggota Dewan Komisaris dan Direksi, serta (6) memperoleh pembagian keuntungan perusahaan. Kerangka yang dibangun dalam suatu negara mengenai *corporate governance* harus mampu melindungi hak-hak tersebut.

2. Perlakuan yang setara terhadap seluruh Pemegang Saham (*Equitable treatment of shareholders*).

Seluruh pemegang saham harus memiliki kesempatan untuk mendapatkan penggantian atau perbaikan (*redress*) atas pelanggaran dari hak-hak pemegang saham. Prinsip ini juga mensyaratkan adanya

perlakuan yang sama atas saham-saham yang berada dalam satu kelas, melarang praktik perdagangan orang dalam (*insider trading*) dan mengharuskan anggota Direksi untuk melakukan keterbukaan apabila menemukan transaksi-transaksi yang mengandung benturan kepentingan (*conflict of interest*). Kerangka yang dibangun oleh suatu negara mengenai *corporate governance* harus mampu menjamin adanya perlakuan yang sama terhadap seluruh Pemegang Saham, termasuk Pemegang Saham minoritas dan asing.

3. Peranan *stakeholders* yang terkait dengan perusahaan (*The Role of Stakeholders*).

Kerangka yang dibangun di suatu negara mengenai *corporate governance* harus memberikan pengakuan terhadap hak-hak *stakeholders* seperti yang ditentukan dalam undang-undang, dan mendorong kerja sama yang aktif antara perusahaan dengan para *stakeholders* tersebut dalam rangka menciptakan kesejahteraan, lapangan kerja, dan kesinambungan usaha. Hal tersebut diwujudkan dalam bentuk mekanisme yang mengakomodasi peran *stakeholders* dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Perusahaan juga diharuskan membuka akses informasi yang relevan bagi kalangan *stakeholders* yang ikut berperan dalam proses *corporate governance*.

4. Keterbukaan dan Transparansi (*Disclosure & Transparency*)

Kerangka yang dibangun di suatu negara mengenai *corporate governance* harus menjamin adanya pengungkapan informasi yang

tepat waktu dan akurat untuk setiap permasalahan yang berkaitan dengan perusahaan. Dalam pengungkapan informasi ini termasuk adalah informasi mengenai keadaan keuangan, kinerja perusahaan, kepemilikan dan pengelolaan perusahaan. Di samping itu informasi yang diungkapkan harus disusun, diaudit, dan disajikan sesuai dengan standar yang berkualitas tinggi. Manajemen perusahaan juga diharuskan meminta auditor eksternal melakukan audit yang bersifat independen atas laporan keuangan perusahaan untuk memberikan jaminan atas penyusunan dan penyajian informasi.

5. Akuntabilitas Dewan Komisaris (*The Responsibility of The Board*)

Kerangka yang dibangun di suatu negara mengenai *corporate governance* harus menjamin adanya pedoman strategis perusahaan, pemantauan yang efektif terhadap manajemen yang dilakukan oleh Dewan Komisaris dan Direksi, serta akuntabilitas Dewan Komisaris dan Direksi terhadap perusahaan dan Pemegang Saham. Prinsip ini juga memuat kewenangan-kewenangan yang harus dimiliki oleh Dewan Komisaris dan Direksi beserta kewajiban-kewajiban profesionalnya kepada pemegang saham dan *stakeholders* lainnya.

Agar prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* dapat tercapai oleh perusahaan maka harus diwujudkan dengan adanya kerja sama yang baik dari berbagai pihak, baik dari dalam maupun luar perusahaan sesuai dengan standar peraturan yang berlaku untuk dapat untuk dapat memberikan manfaat kepada kondisi keuangan perusahaan.

2.1.4 Nilai perusahaan

Nilai perusahaan diartikan sebagai nilai pasar karena dapat memberikan kesejahteraan pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Indikator dari nilai perusahaan adalah harga saham, jika harga saham meningkat maka dikatakan bahwa keputusan manajemen perusahaan tersebut benar, karena kunci dalam manajemen keuangan adalah meningkatkan nilai perusahaan (Ibrahim & Muthohar, 2019). Nilai perusahaan juga dapat menunjukkan nilai asset yang dimiliki perusahaan. Afzal (2012) menyatakan bahwa nilai perusahaan *go public* selain dapat menunjukkan nilai seluruh aktiva juga dapat tercermin dari nilai pasar atau harga sahamnya, sehingga jika semakin tinggi harga saham mencerminkan tingginya nilai perusahaan.

Mawei dan Tulung (2019) mendefinisikan nilai perusahaan atau juga disebut dengan nilai pasar perusahaan merupakan harga yang tersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Nilai perusahaan dapat dilihat dari nilai buku ekuitasnya. Nilai pasar merupakan persepsi pasar yang berasal dari investor, kreditur, dan stakeholder lain terhadap kondisi perusahaan yang tercermin pada nilai pasar saham perusahaan yang bisa menjadi ukuran nilai perusahaan. Harga saham yang digunakan umumnya menggunakan harga saham penutupan (*Closing Price*) di akhir tahun.

Menurut Azhari dan Ruzikna (2018), nilai perusahaan merupakan harga sebuah saham pada pasar saham yang bersedia dibayar oleh investor

untuk memiliki sebuah perusahaan. Selain dari harga saham, nilai perusahaan dapat dilihat dari bagaimana perkembangan kinerja keuangan suatu perusahaan (Apriliyanti, 2019). Kinerja keuangan tersebut berasal dari laporan keuangan sebagai informasi keuangan suatu perusahaan (Tahu dan Dominicius, 2017). Informasi keuangan tersebut disediakan oleh perusahaan untuk dapat dianalisa oleh investor maupun calon investor untuk menilai perusahaan tersebut. Pada umumnya investor akan menilai kondisi perusahaan berdasarkan rasio-rasio keuangan seperti likuiditas, leverage, profitabilitas dan dasar-dasar pertimbangan perusahaan dalam melakukan investasi.

Untuk melihat nilai dari suatu perusahaan dibutuhkan pengukuran atau rasio yang dapat dilakukan, salah satunya adalah menggunakan Tobin's Q. Tobin's Q adalah salah satu alat ukur atau rasio yang mendefinisikan nilai perusahaan yang terbentuk dari kombinasi antara nilai aset berwujud dan aset tak berwujud. Nilai Tobin's Q perusahaan dianggap baik jika memiliki nilai lebih dari satu (>1), yang menandakan bahwa nilai perusahaan (*firm value*) lebih besar dari nilai aset perusahaan yang tercatat. Dan juga menunjukkan bahwa pasar memberikan penilaian tinggi terhadap perusahaan.

2.1.5 Struktur Dewan (*Board Structure*)

Terdapat perbedaan struktur BOD sebagai organ perseroan di berbagai Negara. Seperti di Negara Malaysia dan Singapura menerapkan pola *one-tier board system*, artinya perusahaan dijalankan oleh *board of*

directors yang sekaligus menjalankan dua fungsi antara pengelolaan dan pengawasan. Sedangkan di Indonesia menerapkan pola *two-tier board system*, di mana terdapat pemisahan fungsi dan pelaksanaan yang tegas antara Dewan Direksi (*board of management*) dan Dewan Komisaris (*supervisory board*). Dalam hal ini pihak direksi akan menjalankan operasionalisasi usaha perusahaan sehingga bertanggungjawab kepada kinerja perusahaan, sedangkan komisaris mengawasi segala aktivitas pencapaian perusahaan (Lukviarman, 2016).

Dalam aktivitas dan kelangsungan hidup perusahaan dibutuhkan organ perseroan yaitu:

a. Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS)

RUPS sebagai wadah pemilik modal, yang memiliki kepentingan dan wewenang untuk menentukan siapa yang dipercaya untuk mengelola perusahaan.

b. Struktur Dewan

Struktur dewan diantaranya:

1) Dewan Direksi (*Board of Director*)

Direksi adalah organ yang mewakili kepentingan perusahaan dan mengabdikan pada keputusan perusahaan (seluruh pemegang saham).

Dan tugas manajerial perusahaan adalah tanggungjawab semua direksi.

2) Dewan Komisaris (*Board of Commissioner*)

Dewan komisaris mempunyai tugas utama untuk melakukan pengawasan atas kebijakan pengurus perseroan, jalannya pengurusan pada umumnya, baik mengenai perusahaan maupun usaha perusahaan. Komisaris bertugas untuk memberikan saran atau nasihat kepada direksi demi kepentingan perusahaan.

2.1.6 Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Rasio profitabilitas ini biasanya dimanfaatkan oleh investor untuk melihat keuntungan yang akan diterima dalam bentuk dividen (Sartono, 2012). Para investor tertarik dengan profitabilitas perusahaan karena merupakan indikator yang paling baik untuk menilai kesehatan keuangan perusahaan.

Menurut Harahap (2002) dalam Sari (2013) rasio-rasio profitabilitas yang sering digunakan diantaranya:

a. *Gross Profit Margin* (GPM)

Gross Profit Margin merupakan ukuran keefektifan perusahaan dalam mengendalikan biaya barang atau produksi sehingga menghasilkan produk yang efisien. GPM merupakan persentase laba kotor dengan penjualan. Artinya jika laba kotor meningkat menandakan bahwa kondisi operasional perusahaan tersebut dalam keadaan baik, karena total biaya barang yang dijual lebih rendah dibandingkan dengan harga jual. GPM dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$GPM = \frac{\text{Penjualan} - \text{HPP}}{\text{Penjualan}}$$

b. *Net Profit Margin* (NPM)

Net Profit Margin merupakan persentase perbandingan antara laba setelah pajak dengan penjualan. NPM dapat dihitung dengan rumus:

$$NPM = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Penjualan}}$$

c. *Return on Asset* (ROA)

Return on Asset juga sering disebut sebagai *rentabilitas ekonomis* merupakan ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (EBIT) dengan semua aktiva yang dimiliki oleh perusahaan (Sutrisno, 2012). ROA dapat dihitung dengan rumus:

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{Total Aktiva}}$$

d. *Return on Equity* (ROE)

Return on Equity atau sering disebut *rate return on Net Worth* merupakan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba bagi para pemegang saham perusahaan dengan modal sendiri yang dimiliki. ROE dapat dihitung dengan rumus:

$$ROE = \frac{EAT}{\text{Ekuitas}}$$

Meskipun terdapat berbagai indikator dalam pengukuran rasio profitabilitas, namun dalam penelitian ini dibatasi hanya menggunakan

perhitungan rasio berdasarkan *return on asset* (ROA). ROA dapat menunjukkan kemampuan atas modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva yang dimiliki untuk menghasilkan laba (Sari, 2013). Rasio ROA juga sering dipakai manajemen perusahaan dalam memperoleh pengukuran kinerja keuangan dan operasional perusahaan.

2.2 Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa penelitian terdahulu yang dijadikan acuan dalam penelitian ini, diantaranya:

Lidyah (2019) dalam penelitiannya *the effect of board of director, board of commisioner and audit committee on value of firm to islamic social reporting as a mediating variable*, menyatakan bahwa jumlah direksi dan jumlah dewan komisaris berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Laila (2011) dalam penelitiannya juga mengatakan hal serupa bahwa dewan direksi dan dewan komisaris memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Fauzi & Locke (2012) dalam penelitiannya *board structure, ownership structure and frim performance: a study of New Zealand listed-firms*, menyatakan bahwa dewan direksi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Onasis & Robin (2016) dalam penelitiannya menyatakan bahwa dewan direksi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin banyak anggota dewan direksi akan memberikan bentuk pengawasan terhadap kinerja perusahaan yang semakin baik, sehingga akan menghasilkan

profitabilitas yang baik dan secara tidak langsung akan meningkatkan harga saham, dan nilai perusahaan juga akan ikut meningkat. Dalam penelitian ini juga dijelaskan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, yang diartikan bahwa tingginyatingkat ROA akan membuat para investor mempertimbangkan keputusan untuk melakukan investasi pada perusahaan,

Lastanti & Salim (2018) meneliti pengaruh pengungkapan CSR, GCG yang di proksikan dengan (KM, KI, DKI, KA dan Dewan Direksi) dan kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menunjukkan bahwa CSR berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Variabel GCG (KI, DKI, KA dan Dewan Direksi) dan kinerja keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Sondokan, dkk (2019) dalam penelitiannya pengaruh dewan komisaris independen, dewan direksi, dan komite audit terhadap nilai perusahaan, dengan sampel perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2014-2017. Menyatakan bahwa dewan direksi dan komite audit berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan dewan komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Soedaryono & Riduifana (2013) meneliti pengaruh *good corporate governance* terhadap nilai perusahaan melalui *corporate social responsibility*. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa GCG yang di proksikan dengan dewan direksi memiliki koefisien positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu semakin banyak ukuran dewan direksi yang

mengelola, dapat membuat perusahaan berjalan lebih optimal, yang pada akhirnya akan memperoleh keuntungan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Kusumaningrum & Nugroho (2019) meneliti pengaruh GCG dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan, dengan sampel perusahaan konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI tahun 2012-2016. Hasil penelitian menunjukkan bahwa GCG yang diprosikan dengan dewan komisaris berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan dewan direksi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Syafitri, dkk (2018) meneliti pengaruh GCG terhadap nilai perusahaan, dengan sampel perusahaan industri sub sector logam dan sejenisnya yang terdaftar di BEI tahun 2012-2016. Hasil penelitian menunjukkan bahwa GCG yang diprosikan dengan komite audit dan dewan direksi berpengaruh positif dan signifikan terhadap TQ. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap TQ. Sedangkan dewan komisaris berpengaruh signifikan namun negatif terhadap TQ.

Mukhtaruddin (2014) dalam penelitiannya *GCG mechanism, CSR disclosure on firm value: empirical study on listed company in Indonesia stock exchange in 2010-2011*. Menyatakan bahwa GCG yang diprosikan dengan dewan komisaris, kepemilikan institusional, dan komite audit tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan variabel kepemilikan manajerial dan CSR berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Susanti & Nidar (2016) meneliti tentang *Corporate Board and Firm Value: Perspective Two-Tier Board System in Indonesia*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dewan komisaris berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan dewan direksi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Fintreswari & Sutiono (2017) meneliti pengaruh GCG, kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan industri *food and beverage*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa GCG yang diprosikan dengan dewan komisaris berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan dewan direksi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas (ROA dan ROE) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Putra & Sedana (2019) dalam penelitiannya *capital structure a mediation variable: profitability and liquidity on company value in real estate companies in Indonesia stock exchange*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas, likuiditas dan struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Sucuahi (2016) dalam penelitiannya *influence of profitability to the firm value of diversified companies in the Philippines*. Menunjukkan bahwa profitabilitas dapat mempengaruhi nilai perusahaan dengan menggunakan Tobin's Q. Artinya peningkatan kinerja perusahaan dapat menciptakan nilai bagi perusahaan. Hasilnya menandakan bahwa nilai perusahaan yang baik

akan menarik lebih banyak investor dan kepentingan pihak lain untuk mengambil bagian dalam perusahaan.

Sabrin et.al (2016) meneliti *the effect of profitability on firm value in manufacturing company at Indonesia stock exchange*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Fajarina & Isnalita (2018) dalam hasil penelitiannya menyatakan bahwa profitabilitas perusahaan memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Ardila (2017) meneliti pengaruh profitabilitas dan kinerja lingkungan terhadap nilai perusahaan, dengan sampel perusahaan industri yang terdaftar di BEI tahun 2014-2015. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kinerja lingkungan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Herawati (2013) meneliti pengaruh kebijakan dividen, kebijakan hutang dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan, dengan sampel perusahaan yang termasuk kedalam indeks Kompas 100 yang terdaftar di BEI tahun 2009-2011. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen dan kebijakan hutang berpengaruh tidak signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan profitabilitas berpengaruh signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan.

Apriliyanti (2019) dalam penelitiannya juga menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hirdinis (2019) dalam penelitiannya *capital structure and firm size on firm value moderated by profitability*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh negative signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas. Namun profitabilitas tidak mampu memediasi pengaruh struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Putranto (2018) meneliti *effect of managerial ownership and profitability on firm value*, dengan sampel sektor industri *food and beverage* tahun 2012-2015. Hasil penelitian menunjukkan bahwa managerial ownership memiliki hasil positif signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan profitabilitas berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Febriyanto (2013) dalam penelitiannya analisis penerapan GCG terhadap kinerja perusahaan, menunjukkan hasil bahwa GCG yang di proksikan dengan dewan komisaris independen, dewan direksi, kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Sukandar & Raharja (2014) meneliti pengaruh ukuran dewan direksi dan dewan komisaris serta ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan perusahaan, dengan sampel perusahaan manufaktur sektor *consumer good* yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dewan komisaris dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan

terhadap ROA. Sedangkan dewan direksi berpengaruh signifikan terhadap ROA.

Taufik (2016) dalam penelitiannya *effect of good corporate governance on profitability*. Dengan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2012-2015. Hasil penelitian menunjukkan bahwa GCG yang diprosikan dengan kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan komposisi dewan komisaris independen berpengaruh terhadap profitabilitas. Sedangkan ukuran dewan komisaris dan ukuran dewan direksi tidak berpengaruh terhadap profitabilitas.

Muller (2014) dalam penelitiannya *the impact of board on the financial performance of FTSE100 constituents*, menyatakan bahwa independensi dewan direksi dan proporsi dewan direksi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Martsila & Meiranto (2013) meneliti pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dewan komisaris independen berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap ROA. Sementara pada ROE dan PER, dewan komisaris independen berpengaruh negatif tidak signifikan. Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif signifikan terhadap ROA, berpengaruh positif tidak signifikan terhadap ROE dan TQ. Sementara PER berpengaruh negatif signifikan.

Handayani (2019) meneliti *analysis of the GCG effect on profitability in registered manufacturing companies in Indonesia stock exchange*. Menunjukkan bahwa dewan komisaris dan komite audit memiliki pengaruh

yang tidak signifikan terhadap profitabilitas. Sementara dewan direksi memiliki pengaruh signifikan terhadap profitabilitas.

Ishaaq et.al (2009) dalam penelitiannya *corporate governance, ownership structure, cash holding, and firm value on the Ghana stock exchange*, menunjukkan hasil bahwa ukuran dewan direksi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Anjani & Yadnya (2017) meneliti pengaruh GCG terhadap profitabilitas pada perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional, dewan komisaris independen berpengaruh negatif signifikan terhadap profitabilitas. Sementara komite audit berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas. Dan dewan direksi berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap profitabilitas.

2.3 Pengembangan Hipotesis Penelitian

2.3.1 Pengaruh *Board of Directors* terhadap Nilai Perusahaan

Lidyah (2019) mengungkapkan bahwa peran *board of directors* sebagai mekanisme internal GCG sangat diperlukan untuk mengurangi konflik keagenan. Ketika *board of directors* berperan baik dalam mengelola GCG maka perusahaan akan berjalan secara efektif dan efisien, dan mampu menyejahterakan para pemegang saham, sehingga akan berpengaruh pada harga saham yang tinggi dan nilai perusahaan akan meningkat. Hal ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Laila (2011), Fauzi & Locke (2012), Soedaryono & Riduifana (2013) dan Onasis & Robin (2016) yang

menyatakan *board of directors* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sehingga banyaknya jumlah direksi akan memberikan pandangan dalam pengambilan keputusan terhadap kinerja perusahaan yang lebih baik, dengan kinerja perusahaan yang baik mampu meningkatkan harga saham dan nilai perusahaan juga ikut meningkat.

Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₁: Board of Directors berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

2.3.2 Pengaruh *Board of Commissioner* terhadap Nilai Perusahaan

Board of Commissioner (BOC) mewakili mekanisme internal GCG untuk mengontrol serta mengawasi perilaku manajemen dalam mengelola perusahaan sehingga dapat menyelaraskan kepentingan pemegang saham dan manajer perusahaan (Jensen, 1993). Lidyah (2019) mengatakan BOC adalah inti dari GCG yang bertugas untuk menjamin strategi perusahaan dan mengawasi manajer dalam mengelola perusahaan, sehingga BOC sangat berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Selain itu Laila (2011) dan Fiadicha & Hanny (2016) juga menemukan hasil yang serupa bahwa *board of commissioner* memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₂: Board of Commissioner berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

2.3.3 Pengaruh Board of Directors terhadap Profitabilitas

Istighfarin (2015) mengungkapkan bahwa perusahaan yang menerapkan GCG akan memiliki kinerja yang baik jika didukung oleh organ perusahaan (manajemen perusahaan termasuk *board*) dan struktur kepemilikan. Selain itu Onasis & Robin (2016), Febriyanto (2013) dan Sukandar (2014) dalam penelitian mereka menemukan pengaruh positif antara BOD dengan profitabilitas, hal ini dikarenakan *board of director* akan memberikan pandangan dalam pengambilan keputusan terhadap kinerja perusahaan agar menjadi baik dan terkontrol, sehingga akan menghasilkan profitabilitas yang baik. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₃: Board of Directors berpengaruh positif terhadap Profitabilitas

2.3.4 Pengaruh Board of Commissioner terhadap Profitabilitas

Fungsi utama BOC adalah untuk mengawasi kelengkapan dan kualitas informasi pelaporan tentang profitabilitas dewan direksi. Oleh karena itu, posisi BOC sangat penting dalam menjembatani kepentingan suatu perusahaan. Semakin banyak anggota dewan dalam perusahaan akan memberikan bentuk pengawasan terhadap kinerja perusahaan yang semakin baik dan dengan kinerja perusahaan yang baik dan terkontrol akan menghasilkan profitabilitas yang baik pula.

Penjelasan ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Onasis & Robin (2016), Azmy et.al (2019), Martsila & Meiranto (2013), dan Muller (2014) yaitu *Board of Commissioner* berdampak positif terhadap profitabilitas.

Berdasarkan uraian tersebut dan bukti penelitian sebelumnya maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₄: Board of Commissioner berpengaruh positif terhadap Profitabilitas

2.3.5 Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Fajaria & Isnalita (2018) mengungkapkan bahwa secara fundamental, nilai perusahaan akan dipengaruhi oleh profitabilitas karena perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan meningkatkan harga saham dan dengan harga saham yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini juga sejalan dengan penelitian Putra & Sedana (2019), Sucuahi (2016), Sabrin et.al (2016), Tui (2017) dan Fajarina & Isnalita (2018) bahwa profitabilitas memiliki dampak positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang mengakibatkan besaran nilai profitabilitas menunjukkan seberapa besar nilai dari perusahaan tersebut.

Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₅: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

2.3.6 Pengaruh *Board of Directors* terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas

Yameen et.al (2019) mengungkapkan bahwa dewan direksi yang baik dan efisien akan mampu membawa perusahaan memperoleh profitabilitas yang tinggi dan jika dewan direksi mampu meningkatkan kinerja perusahaan (laba) maka reaksi positif akan ditunjukkan oleh investor. Oleh karena itu, profitabilitas bisa digunakan sebagai variabel intervening hubungan dewan direksi dengan nilai perusahaan. Menurut Kumalasari & Pratikto (2018), GCG bisa meningkatkan nilai perusahaan melalui profitabilitas yang dengan demikian kehadiran BOD akan memberikan pandangan dalam pengambilan keputusan terhadap kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan yang baik dan terkontrol akan menghasilkan profitabilitas yang baik, meningkatkan harga saham dan berefek pada nilai perusahaan yang meningkat.

Dari uraian di atas dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₆: Board of Director berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas

2.3.7 Pengaruh *Board of Commissioner* terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas

Onasis dan Robin (2016) mengungkapkan bahwa semakin banyak anggota dewan dalam perusahaan akan memberikan bentuk pengawasan terhadap kinerja perusahaan yang semakin baik dan dengan kinerja perusahaan yang semakin baik dan terkontrol, maka

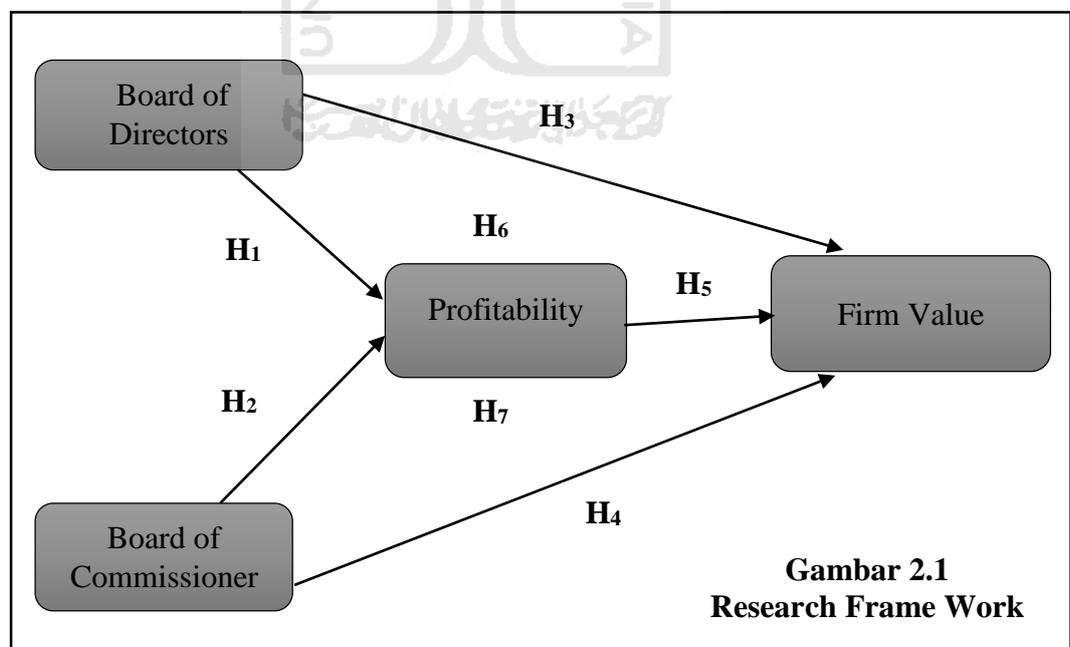
akan menghasilkan profitabilitas yang baik. Hal ini berarti bahwa meningkatnya profitabilitas secara tidak langsung akan meningkatkan harga saham perusahaan dan nilai perusahaanpun akan ikut meningkat. Penjelasan ini juga didukung oleh hasil penelitian Isshaaq et al (2009) yang menemukan adanya pengaruh *board of commissioner* terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas atau laba perusahaan.

Dari uraian di atas dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₇: Board of Commissioner berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas

2.4 Kerangka Konsep Penelitian

Berdasarkan latar belakang masalah, kajian teori dan pengembangan hipotesis, dapat digambarkan kerangka penelitian sebagai berikut:



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Penentuan rancangan sampel yang digunakan dalam penelitian ini didasarkan pada metode *purposive sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel dengan pertimbangan dan kriteria tertentu yang disesuaikan dengan tujuan penelitian (Onasis & Robin, 2016). Kriteria pemilihan sampel yang akan diteliti adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang menerbitkan laporan tahunan (*Annual Report*) dan berturut-turut terdaftar dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dari tahun 2015-2019.
2. Memiliki data lengkap tentang informasi Dewan Komisaris dan Dewan Direksi
3. Memiliki data laporan keuangan yang lengkap dan berakhir pada minggu terakhir di bulan Desember.

Berdasarkan kriteria tersebut, dari total populasi ISSI sebesar 440 perusahaan, terpilih 103 perusahaan yang memenuhi kriteria sampel dari tahun 2015-2019.

3.2 Data dan Sumber Data

Jenis data dalam penelitian ini adalah data panel yaitu gabungan antara data *time series* dan *cross section*. Sumber data diambil dari laporan keuangan tahunan 103 perusahaan periode 2015-2019 pada masing-masing website

perusahaan dan performa perusahaan melalui *website* www.idx.co.id yang merupakan data sekunder.

Data yang berhasil dikumpulkan akan diproses dengan menggunakan aplikasi perangkat lunak *Eviews* versi 10 untuk memberikan gambaran mengenai hubungan yang jelas antar variabel independen terhadap variabel dependen.

3.3 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini terdiri dari tiga jenis variabel yakni variabel dependen, variabel independen dan variabel intervening.

a. Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan (*firm value*) yang merupakan nilai pasar atau harga sebuah saham pada pasar saham yang bersedia dibayar oleh investor untuk memiliki sebuah perusahaan. Tobin's Q merupakan rasio untuk mengukur nilai perusahaan, dengan membandingkan nilai pasar suatu perusahaan dengan total aset. Sesuai dengan Ibrahim & Muthohar (2019):

$$TQ = \frac{\text{Market Value Common Stock} + \text{Total Debt}}{\text{Total Assets}} \quad (1)$$

Keterangan:

- *Market Value of Common Stock* : Jumlah Saham Beredar x Harga Penutupan Saham
- *Total Debt* : Hutang Lancar + Hutang Jangka Panjang

b. Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah elemen *Good Corporate Governance* (GCG) yang terdiri dari Dewan Direktur (*Board of Directors*) dan Dewan Komisaris (*Board of Commissioner*). Adapun pengukuran untuk masing-masing variabel independen tersebut adalah sebagai berikut:

1) Dewan Direktur (*Board of Directors*)

Dewan direktur menunjukkan jumlah anggota dewan direktur dalam suatu perusahaan (Sondokan, dkk, 2019). Ukuran Dewan Direksi dihitung menggunakan rasio BOD (*Board of Directors*).

$$BoD = \text{Jumlah Anggota Dewan Direktur} \quad (2)$$

2) Dewan Komisaris (*Board of Commissioner*)

Dewan komisaris menunjukkan jumlah anggota dewan komisaris dalam suatu perusahaan (Lidyah, 2019). Ukuran Dewan Komisaris dihitung menggunakan rasio BOC (*Board of Commissioner*).

$$BoC = \text{Jumlah Anggota Dewan Komisaris} \quad (3)$$

c. Variabel Intervening

Variabel intervening dalam penelitian ini adalah profitabilitas perusahaan yang merupakan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dari aktivitas operasionalnya. Pada penelitian ini, profitabilitas diukur menggunakan *Return on Assets* (ROA).

$$ROA = \frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Assets}} \quad (4)$$

3.4 Pengujian Hipotesis

Uji hipotesis digunakan untuk menguji apakah ada pengaruh signifikan antara variabel independen dengan variabel dependen. Adapun dalam penelitian ini menggunakan variabel intervening maka pengujian hipotesis dibentuk dalam 3 model yakni persamaan model I untuk menguji pengaruh Dewan Direksi (*Board of Directors*) dan Dewan Komisaris (*Board of Commissioner*) terhadap Profitabilitas, persamaan II menguji pengaruh Dewan Direksi (*Board of Directors*), Dewan Komisaris (*Board of Commissioner*) terhadap Nilai Perusahaan dan persamaan III menguji pengaruh Dewan Direksi (*Board of Directors*), Dewan Komisaris (*Board of Commissioner*) terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas sebagai variabel intervening.

$$\text{Model I } ROA = \alpha_1 + \beta_1 \text{BoD} + \beta_2 \text{BoC} + \varepsilon_1$$

$$\text{Model II } TQ_1 = \alpha_2 + \beta_3 \text{BoD} + \beta_4 \text{BoC} + \varepsilon_2$$

$$\text{Model III } TQ_2 = \alpha_3 + \beta_5 \text{BoD} + \beta_6 \text{BoC} + \beta_7 \text{ROA} + \varepsilon_3$$

Keterangan:

TQ : Nilai Perusahaan

ROA : Profitabilitas

BOD : Jumlah Dewan Direksi

BOC : Jumlah Dewan Komisaris

3.4.1 Analisis Data Panel

Teknik analisis data panel memiliki serangkaian tahapan berupa pemilihan model regresi, uji asumsi klasik dan uji kelayakan model.

a. Pemilihan Model Regresi

Mengestimasi parameter model dengan data panel terdapat tiga teknik yang dapat dilakukan (Widarjono, 2007) diantaranya:

1. *Common Effect Model* merupakan teknik yang paling sederhana untuk mengestimasi parameter model data panel, yaitu dengan mengombinasikan data *cross section* dan data *time series* tanpa melihat adanya perbedaan waktu dan individu. Pendekatan yang dipakai pada model ini adalah metode *Ordinary Least Square* (OLS).
2. *Fixed Effect Model* untuk mengestimasi data panel dengan menggunakan variabel dummy untuk menangkap adanya perbedaan intersep. Pendekatan ini didasarkan adanya perbedaan intersep antara perusahaan namun intersepnya sama antar waktu. Pendekatan yang digunakan pada model ini menggunakan metode *Least Square Dummy Variabel* (LSDV).

Pada metode *fixed effect*, estimasi dapat dilakukan dengan tanpa pembobot (*no weighted*) atau *Least Square Dummy Variabel* (LSDV) dan dengan pembobot (*cross section weight*) atau *General Least Square* (GLS). Tujuan dilakukannya pembobotan adalah untuk mengurangi heterogenitas antar unit *cross section* (Gujarati, 2006).

3. *Random Effect Model* digunakan untuk mengestimasi data panel di mana variabel gangguan mungkin saling berhubungan antar waktu dan antar individu. Perbedaan antar individu dan antar waktu

diakomodasi lewat *error*. Karena adanya korelasi antar variabel gangguan maka metode OLS tidak bisa digunakan sehingga model *random effect* menggunakan metode *Generalized Least Square* (GLS).

Dengan menggunakan *random effect* model, maka dapat menghemat pemakaian derajat kebebasan dan tidak mengurangi jumlahnya seperti yang dilakukan pada *fixed effect* model. Hal ini berimplikasi parameter yang merupakan hasil estimasi akan menjadi semakin efisien. Keputusan penggunaan *fixed effect* model atau pun *random effect* model ditentukan dengan menggunakan Uji Hausman.

3.4.2 Uji Kesesuaian Model

Untuk menguji kesesuaian atau kebaikan model dari tiga metode pada teknik estimasi data panel digunakan *Chow Test* dan *Hausman Test* (Widarjono, 2007). *Chow Test* digunakan untuk menguji kesesuaian model antara model yang diperoleh dari *common effect* dan model yang diperoleh dari metode *fixed effect*. Selanjutnya dilakukan Hausman Test terhadap model terbaik yang diperoleh dari hasil *Chow Test* dengan model yang diperoleh dari metode *random effect*. Dengan masing-masing penjelasan sebagai berikut:

1. *Chow Test* adalah pengujian untuk menentukan *fixed effect model* atau *common effect model* yang paling tepat digunakan dalam mengestimasi data panel. Pengambilan keputusan dilakukan jika:

- a. Nilai probabilitas $F < \text{taraf signifikansi } (\alpha = 0,05)$, maka H_0 ditolak atau memilih *fixed effect model*.
 - b. Nilai probabilitas $F > \text{taraf signifikansi } (\alpha = 0,05)$, maka H_0 diterima atau memilih *common effect model*.
2. *Hausman Test* adalah pengujian statistik untuk memilih mana yang paling tepat digunakan antara *fixed effect model* atau *random effect model*. Pengambilan keputusan dilakukan jika:
- a. Nilai *Chi Squares* hitung $> \text{Chi Squares}$ tabel atau nilai probabilitas *Chi Squares* $< \text{taraf signifikansi } (\alpha = 0,05)$, maka H_0 ditolak atau memilih *fixed effect model*.
 - b. Nilai *Chi Squares* hitung $< \text{Chi Square}$ tabel atau nilai probabilitas *Chi Square* $> \text{taraf signifikansi } (\alpha = 0,05)$, maka H_0 diterima atau memilih *random effect model*.

3.4.3 Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik dilakukan untuk memberikan kepastian bahwa persamaan regresi yang didapatkan memiliki ketepatan dalam estimasi, tidak bias dan konsisten. Uji asumsi klasik terdiri dari beberapa pengujian, diantaranya:

3.4.3.1 Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas dilakukan ketika model regresi menggunakan lebih dari satu variabel bebas. Uji Multikolinearitas untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik multikolinearitas yakni

hubungan linear antara variabel independen (Nachrowi dan Hardius, 2006). Prasyarat yang harus dipenuhi untuk mendeteksi multikolinearitas antara lain *variance influence factor* dan korelasi berpasangan. Dalam penelitian ini digunakan metode korelasi berpasangan untuk mendeteksi multikolinearitas karena dapat mengetahui secara rinci variabel bebas apa saja yang memiliki korelasi yang kuat. Menurut Widarjono (2007), pengambilan keputusan metode korelasi berpasangan dengan syarat sebagai berikut:

- 1) Jika nilai korelasi dari masing-masing variabel bebas < 0,85, maka H_0 diterima atau tidak terjadi multikolinearitas.
- 2) Jika nilai korelasi dari masing-masing variabel bebas > 0,85, maka H_0 ditolak atau terjadi multikolinearitas.

3.4.3.2 Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik heteroskedastisitas yakni adanya ketidaksamaan varian dari residual untuk semua pengamatan pada model regresi. Prasyarat yang harus dipenuhi untuk mendeteksi heteroskedastisitas antara lain dengan metode *grafik*, *uji park*, *glesjer*, korelasi *spearman*, *goldfield-quandt*, *breusch-pagan* dan *white* (Sakti, 2018:8). Metode *glesjer* digunakan dalam uji heteroskedastisitas di

penelitian ini. Pengambilan keputusan metode *glesjer* dapat dilakukan dengan syarat sebagai berikut:

- 1) Jika nilai Probabilitas *Chi Squares* > taraf signifikansi, maka H_0 diterima atau tidak ada heteroskedastisitas.
- 2) Jika nilai Probabilitas *Chi Squares* < taraf signifikansi, maka H_0 ditolak atau ada heteroskedastisitas.

Namun, ketika dalam penelitian terjadi adanya heteroskedastisitas maka harus dilakukan penyembuhan heteroskedastisitas dengan melakukan pengujian ulang menggunakan pembobotan (*weighted*) dengan metode WLS (*Weighted Least Squares*)/GLS (*Generalized Least Squares*). Dan jika metode pembobotan sudah dilakukan, maka uji autokorelasi tidak diperlukan karena metode GLS/WLS telah memenuhi syarat permasalahan heteroskedastisitas dan autokorelasi.

3.4.4 Path Analysis (Analisis Jalur)

Untuk menguji variabel intervening digunakan model *Path Analysis* (Analisis Jalur). Model *Path Analysis* digunakan untuk menganalisis pola hubungan antar variabel dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung atau tidak langsung antara variabel bebas terhadap variabel terikat (Riduwan & Kuncoro: 2017). Sedangkan menurut Ghozali (2004), analisis jalur merupakan perluasan dari analisis linear berganda dan digunakan untuk menaksir hubungan

kausalitas antar variabel (*model causal*) yang telah ditetapkan sebelumnya berdasarkan teori.

Dalam melakukan analisis jalur dapat dilakukan dua metode pengujian, yaitu:

1. Causal Step (Versi Baron dan Kenny)

Analisis variabel intervening berdasarkan Baron dan Kenny (1986) yang dikenal dengan *strategy causal step*, memiliki empat syarat yang harus dipenuhi untuk menunjukkan adanya variabel intervening, yaitu:

- a. Variabel dependen X secara signifikan memengaruhi variabel independen Y1 pada persamaan pertama, artinya koefisien baku $a \neq 0$.
- b. Variabel Y1 secara signifikan memengaruhi variabel independen Y2 pada persamaan ketiga, artinya koefisien baku $b \neq 0$.
- c. Variabel X secara signifikan memengaruhi variabel independen Y2 pada persamaan kedua, artinya koefisien baku $c \neq 0$.
- d. Hubungan X terhadap Y2 melemah ketika Y1 dimasukkan dalam model persamaan. Hal ini berarti nilai koefisien baku c' pada persamaan ketiga lebih kecil dibandingkan nilai koefisien baku c pada persamaan kedua.

2. Uji Sobel (*Sobel Test*)

Selain menggunakan *Causal Step*, dalam pengujian variabel intervening/mediator dapat dilakukan dengan menggunakan Uji Sobel (*Sobel Test*) yang telah dikembangkan oleh Sobel (1982) dengan ketentuan nilai *z-value* $> 1,96$ atau *p-value* $< \alpha = 0,05$. Pengujian uji sobel dilakukan dengan memasukkan nilai-nilai yang sudah ditentukan ke dalam *interactive calculation for the sobel test* melalui <http://www.quantpsy.org/sobel/sobel.htm> dan dilakukan dengan empat tahap, yaitu:

- a. Melihat koefisien antara variabel independen dan intervening (persamaan 1)
- b. Melihat koefisien antara variabel intervening dan dependen (persamaan 2).
- c. Melihat standar error dari persamaan 1
- d. Melihat standar error dari persamaan 2

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif adalah metode yang digunakan untuk menganalisis data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum atau generalisasi. Teknik analisis deskriptif antara lain menjelaskan tentang perhitungan ukuran tendensi sentral seperti *mean*, *maksimum*, *minimum* dan *standar deviasi*.

Dalam penelitian ini *Firm Value* yang diproksikan dengan *Tobin's Q* (TQ) dijadikan sebagai variabel dependen, yang dihubungkan dengan beberapa variabel independen yaitu *Board of Directors* (BOD), *Board of Commissioner* (BOC), dan *Return on Asset* (ROA). Adapun analisis deskriptif dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 4.1 berikut:

Tabel 4.1
Hasil Analisis Deskriptif

	TQ	BOD	BOC	ROA
Mean	1,622660	5,192233	4,508738	0,052971
Median	1,160000	5,000000	4,000000	0,049500
Maximum	23,29000	16,00000	12,00000	0,716000
Minimum	0,030000	2,000000	1,000000	-0,600200
Std. Deviasi	2,010996	2,251661	1,883117	0,101076
Observations	515	515	515	515

Hasil analisis deskriptif pada tabel 4.1 menjelaskan bahwa dari 515 data observasi untuk variabel *Firm Value* yang di proksikan dengan *Tobin's Q* (TQ) didapat nilai rata-rata (*mean*) sebesar 1,622660 artinya perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini rata-rata memiliki nilai perusahaan lebih besar dari nilai aset yang tercatat dan pasar memberi penilaian tinggi. Adapun nilai minimum sebesar 0,030000 dan nilai maksimum sebesar 23,29000. Nilai standar deviasi 2,010996 artinya data bervariasi karena nilai standar deviasi lebih besar daripada *mean*.

Variabel *Board of Directors* (BOD) didapat nilai rata-rata (*mean*) sebesar 5,192233 artinya perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini rata-rata memiliki jumlah dewan direksi sebanyak 5 orang. Jumlah minimum sebanyak 2 orang dan jumlah maksimum sebanyak 16 orang. Nilai standar deviasi sebesar 2,251661 artinya data kurang bervariasi karena nilai standar deviasi lebih kecil daripada *mean*.

Variabel *Board of Commissioner* (BOC) didapat nilai rata-rata (*mean*) sebesar 4,508738 artinya perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini rata-rata memiliki jumlah dewan komisaris sebanyak 4 orang. Jumlah minimum sebanyak 1 orang dan jumlah maksimum sebanyak 12 orang. Nilai standar deviasi sebesar 1,883117 artinya data kurang bervariasi karena nilai standar deviasi lebih kecil daripada *mean*.

Variabel *Return on Asset* (ROA) didapat nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0,052971 artinya perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini rata-

rata memiliki *return* dari total aset sebesar 5,2% per tahun. Nilai minimum sebesar $-0,600200$ atau 60% dan nilai maksimum sebesar 0,716000 atau 71%. Nilai standar deviasi 0,101076 artinya data kurang bervariasi karena nilai standar deviasi lebih kecil daripada *mean*.

4. 2 Hasil Uji Hipotesis

4.2.1 Uji Asumsi Klasik

a. Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik multikolinearitas yakni hubungan linear antara variabel independen pada model regresi. Berdasarkan olah data menggunakan Eviews 10 diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 4.2
Uji Multikolinearitas

	BOD	BOC	ROA
BOD	1,000000	0,540799	0,189876
BOC	0,540799	1,000000	0,089727
ROA	0,189876	0,089727	1,000000

Pada tabel 4.2 dapat dilihat nilai korelasi antar masing-masing variabel independen memiliki nilai kurang dari 0,85. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam model ini tidak terdapat multikolinearitas.

2. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas dilakukan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik heteroskedastisitas yakni

adanya ketidaksamaan varian dari residual untuk semua pengamatan pada model regresi. Uji Glejser yaitu dilakukan dengan cara meregresikan antara variabel independen dengan nilai absolut residual. Jika nilai signifikansi antar variabel independen dengan nilai absolut residual lebih dari taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$) maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

a) Model Persamaan 1

Pada tabel 4.3 model persamaan 1 terlihat bahwa nilai probabilitas variabel indepen BOD kurang dari taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$) yang artinya pada model persamaan 1 ini terdapat heteroskedastisitas. Selanjutnya dilakukan penyembuhan heteroskedastisitas dengan melakukan pengujian ulang menggunakan pembobotan (*weighted*) dengan metode WLS/GLS.

Tabel 4.3
Uji Heteroskedastisitas Model Persamaan 1

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0,054924	0,006496	8,454995	0,0000
BOD	-0,005022	0,001168	-4,299491	0,0000
BOC	0,001214	0,001369	0,887017	0,3755

b) Model Persamaan 2

Pada tabel 4.4 model persamaan 2 terlihat bahwa nilai probabilitas variabel indepen BOD dan BOC lebih dari taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$) yang artinya pada model persamaan 2 ini tidak terdapat heteroskedastisitas.

Tabel 4.4
Uji Heteroskedastisitas Model Persamaan 2

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0,437130	0,139104	3,142479	0,0018
BOD	-0,026469	0,023100	-1,145886	0,2525
BOC	-0,000936	0,022646	-0,041343	0,9670

c) Model Persamaan 3

Pada tabel 4.5 model persamaan 3 terlihat bahwa nilai probabilitas variabel independen BOD dan BOC kurang dari taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$) yang artinya pada model persamaan 3 ini terdapat heteroskedastisitas. Selanjutnya dilakukan penyembuhan heteroskedastisitas dengan melakukan pengujian ulang menggunakan pembobotan (*weighted*) dengan metode WLS/GLS.

Tabel 4.5
Uji Heteroskedastisitas Model Persamaan 3

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	1,499865	5,458819	0,274760	0,7836
BOD	3,646507	0,996694	3,658603	0,0003
BOC	-2,885966	1,149769	-2,510041	0,0124
ROA	-17,67596	19,21467	-0,919920	0,3580

4.2.2 Hasil Analisis Regresi Data Panel

Dalam melakukan pengujian regresi data panel terdapat tiga model pendekatan yaitu *Common Effect*, *Fixed Effect* dan *Random Effect*. Untuk menentukan model yang terbaik dalam penelitian ini maka diperlukan pengujian menggunakan Chow Test dan Hausman Test, dengan pembuktian sebagai berikut:

1. Model Persamaan 1

a) Chow Test

Chow test dilakukan untuk menentukan pilihan terbaik antara model *Common Effect* atau *Fixed Effect* dengan metode WLS/GLS. Dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 4.6

Hasil Chow Test untuk Model Persamaan 1

Effect Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	32,485480	(106.426)	0,0000

Tabel 4.6 di atas menunjukkan bahwa probabilitas *cross-section F* kurang dari 0,05 sehingga yang terpilih adalah *Fixed Effect Model*.

b) Hausman Test

Hausman test dilakukan untuk menentukan pilihan terbaik antara model *Random Effect* atau *Fixed Effect* dengan metode WLS/GLS. Dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 4.7

Hasil Hausman Test untuk Model Persamaan 1

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	32,485480	(106.426)	0,0000

Tabel 4.7 di atas menunjukkan bahwa probabilitas *cross-section random* kurang dari 0,05 sehingga yang terpilih adalah *Fixed Effect Model*.

Dari hasil Chow Test dan Hausman Test yang terpilih untuk model persamaan 1 adalah *Fixed Effect Model*, yang dapat ditampilkan sebagai berikut:

Tabel 4.8

Hasil Uji Regresi Data Panel-*Fixed Effect Model* persamaan 1

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0,040895	0,008124	5,033647	0,0000
BOD	0,000680	0,001435	0,474092	0,6357
BOC	0,001636	0,001436	1,138696	0,2555
Effect Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0,898383	Mean dependent var	0,183710	
Adjusted R-Squared	0,872621	S.D. dependent var	0,229184	
S.E. of regression	0,067408	Sum squared resid	1,935694	
F-statistic	34,87242	Durbin-Watson stat	1,807708	
Prob(F-statistic)	0,000000			

Berdasarkan tabel 4.8 diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$ROA = 0,040895 + 0,000680 (BOD) + 0,001636 (BOC)$$

Dari hasil persamaan regresi dapat dianalisis sebagai berikut:

1) Konstanta

Dari hasil regresi diperoleh nilai konstanta sebesar 0,040895 yang menunjukkan bahwa *Return on Asset* akan mengalami peningkatan sebesar 0,040895 jika variabel dependen (BOD dan BOC) konstan atau tetap.

2) *Board of Director*

Nilai koefisien regresi *Board of Director* (BOD) adalah 0,000680 menunjukkan bahwa setiap kenaikan BOD sebesar 1 satuan akan meningkatkan *Return on Asset* sebesar 0,000680 dengan asumsi nilai variabel independen lainnya tetap. Adapun dalam uji T (Uji Parsial) dengan taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$), BOD memiliki probabilitas 0,6357 yang berarti nilai probabilitas $BOD > \alpha$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa BOD tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA.

3) *Board of Commissioner*

Nilai koefisien regresi *Board of Commissioner* (BOC) adalah 0,001636 menunjukkan bahwa setiap kenaikan BOC sebesar 1 satuan akan meningkatkan *Return on Asset* sebesar 0,001636 dengan asumsi nilai variabel independen lainnya tetap. Adapun dalam uji T (Uji Parsial) dengan taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$), BOC memiliki probabilitas 0,2555 yang berarti nilai probabilitas $BOC > \alpha$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa BOC tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA.

4) Hasil Uji Simultan (Uji F)

Uji F dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen secara keseluruhan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Dari hasil pengujian diperoleh hasil probabilitas F-statistik sebesar 0,0000 kurang dari taraf

signifikansi ($\alpha = 0,05$). Maka dengan hasil ini diperoleh kesimpulan bahwa secara bersama-sama variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen.

5) Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi bertujuan untuk menjelaskan seberapa besar variabel-variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen. Berdasarkan hasil pengujian diperoleh nilai R^2 sebesar 0,898383. Hal ini menandakan bahwa kontribusi seluruh variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sebesar 89,83% dan sisanya sebesar 11% dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian.

2. Model Persamaan 2

a) Chow Test

Pada persamaan 2, hasil chow test dapat ditampilkan sebagai berikut:

Tabel 4.9
Hasil Chow Test untuk Model Persamaan 2

Effect Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	53,866871	(102.410)	0,0000
Cross-section Chi-square	1373,659235	102	0,0000

Tabel 4.9 di atas menunjukkan bahwa probabilitas *cross-section F* kurang dari 0,05 sehingga yang terpilih adalah *Fixed Effect Model*.

b) Hausman Test

Pada chow test model persamaan 2 terpilih *Fixed Effect* maka selanjutnya dilakukan hausman test untuk menentukan pilihan terbaik antara model *Random Effect* atau *Fixed Effect* dan diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 4.10
Hasil Hausman Test untuk Model Persamaan 2

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq d.f.	Prob.
Cross-section random	7,359207	2	0,0252

Tabel 4.10 di atas menunjukkan bahwa probabilitas *cross-section random* kurang dari 0,05 sehingga yang terpilih adalah *Fixed Effect Model*.

Dari hasil Chow Test dan Hausman Test yang terpilih untuk model persamaan 2 adalah *Fixed Effect Model*, yang dapat ditampilkan sebagai berikut:

Tabel 4.11
Hasil Uji Regresi Data Panel-Fixed Effect Model Pers.2

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	2,007374	0,258492	7,765724	0,0000
BOD	0,018537	0,042925	0,431847	0,6661
BOC	-0,106674	0,042083	-2,534844	0,0116
Effect Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0,935305	Mean dependent var	1,622660	
Adjusted R-Squared	0,918895	S.D. dependent var	2,010996	
S.E. of regression	0,572711	Akaike info criterion	1,902886	
Sum squared resid	134,4791	Schwarz criterion	2,768202	
Log likelihood	-384,9932	Hannan-Quinn criter.	2,242005	

F-statistic	56,99473	Durbin-Watson stat	1,510993
Prob(F-statistic)	0,000000		

Berdasarkan tabel 4.11 diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$TQ_1 = 2,007374 + 0,018537 (BOD) - 0,106674 (BOC)$$

Dari hasil persamaan regresi dapat dianalisis sebagai berikut:

1) Konstanta

Dari hasil regresi diperoleh nilai konstanta sebesar 2,007374 yang menunjukkan bahwa Firm Value yang diprosikan dengan TQ akan mengalami peningkatan sebesar 2,007374 jika variabel dependen (BOD dan BOD) konstan atau tetap.

2) *Board of Director*

Nilai koefisien regresi *Board of Director* (BOD) adalah 0,018537 menunjukkan bahwa setiap kenaikan BOD sebesar 1 satuan akan berpengaruh positif atau TQ akan mengalami kenaikan sebesar 0,018537 dengan asumsi nilai variabel independen lainnya tetap. Adapun dalam uji T (Uji Parsial) dengan taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$), BOD memiliki probabilitas 0,6661 yang berarti nilai probabilitas $BOD > \alpha$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa BOD tidak berpengaruh terhadap TQ .

3) *Board of Commissioner*

Nilai koefisien regresi *Board of Commissioner* (BOC) adalah $-0,106674$ menunjukkan bahwa setiap kenaikan BOC sebesar 1 satuan akan berpengaruh negatif atau TQ akan mengalami

penurunan sebesar 0,106674 dengan asumsi nilai variabel independen lainnya tetap. Adapun dalam uji T (Uji Parsial) dengan taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$), BOC memiliki probabilitas 0,0116 yang berarti nilai probabilitas $BOC < \alpha$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa BOC berpengaruh terhadap TQ.

4) Hasil Uji Simultan (Uji F)

Hasil pengujian pada tabel 4.11 diperoleh hasil probabilitas F-statistik sebesar 0,00000 kurang dari taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$). Maka dengan hasil ini diperoleh kesimpulan bahwa secara bersama-sama variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen.

5) Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Berdasarkan tabel 4.11 hasil pengujian diperoleh nilai R^2 sebesar 0,918895. Hal ini menunjukkan bahwa kontribusi seluruh variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sebesar 92% dan sisanya sebesar 8% dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian.

3. Model Persamaan 3

a) Chow Test

Pada persamaan 3, hasil uji chow dapat ditampilkan sebagai berikut:

Tabel 4.12
Hasil Chow Test untuk Model Persamaan 3

Effect Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	60,236666	(102.409)	0,0000

Tabel 4.12 di atas menunjukkan bahwa probabilitas *cross-section* F kurang dari 0,05 sehingga yang terpilih adalah *Fixed Effect Model*.

b) Hausman Test

Pada chow test persamaan 3 terpilih *Fixed Effect* maka selanjutnya dilakukan hausman test untuk menentukan pilihan terbaik antara model *Random Effect* atau *Fixed Effect* dan diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 4.13
Hasil Hausman Test untuk Model Persamaan 3

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq d.f.	Prob.
Cross-section random	46,061809	3	0,0000

Tabel 4.13 di atas menunjukkan bahwa probabilitas *cross-section random* kurang dari 0,05 sehingga yang terpilih adalah *Fixed Effect Model*.

Dari hasil Chow Test dan Hausman Test yang terpilih untuk model persamaan 3 adalah *Fixed Effect Model*, yang dapat ditampilkan sebagai berikut:

Tabel 4.14
Hasil Uji Regresi Data Panel-*Fixed Effect Model* Pers.3

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	1,881727	0,070978	26,51157	0,0000
BOD	0,013686	0,010634	1,286961	0,1988
BOC	-0,069724	0,011117	-6,272009	0,0000
ROA	-0,297564	0,095699	-3,109364	0,0020
Effect Specification				

Cross-section fixed (dummy variables)			
Weighted Statistics			
R-squared	0,944877	Mean dependent var	3,892174
Adjusted R-Squared	0,930725	S.D. dependent var	3,484677
S.E. of regression	0,564054	Sum squared resid	130,1262
F-statistic	66,76875	Durbin-Watson stat	1,581736
Prob(F-statistic)	0,000000		

Berdasarkan tabel 4.14 diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$TQ_2 = 1,881727 + 0,013686 (BOD) - 0,069724 (BOC) - 0,297564 (ROA)$$

Dari hasil persamaan regresi dapat dianalisis sebagai berikut:

1) Konstanta

Dari hasil regresi diperoleh nilai konstanta sebesar 1,881727 yang menunjukkan bahwa Firm Value yang diprosikan dengan TQ akan mengalami peningkatan sebesar 1,881727 jika variabel dependen (BOD, BOD dan ROA) konstan atau tetap.

2) *Board of Director*

Nilai koefisien regresi *Board of Director* (BOD) adalah 0,013686 menunjukkan bahwa setiap kenaikan BOD sebesar 1 satuan akan berpengaruh positif atau TQ akan mengalami kenaikan sebesar 0,013686 dengan asumsi nilai variabel independen lainnya tetap. Adapun dalam uji T (Uji Parsial) dengan taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$), BOD memiliki probabilitas 0,1988 yang berarti nilai probabilitas $BOD > \alpha$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa BOD tidak berpengaruh terhadap TQ .

3) *Board of Commissioner*

Nilai koefisien regresi *Board of Commissioner* (BOC) adalah $-0,069724$ menunjukkan bahwa setiap kenaikan BOC sebesar 1 satuan akan berpengaruh negatif atau TQ akan mengalami penurunan sebesar $0,069724$ dengan asumsi nilai variabel independen lainnya tetap. Adapun dalam uji T (Uji Parsial) dengan taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$), BOC memiliki probabilitas $0,0000$ yang berarti nilai probabilitas $BOC < \alpha$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa BOC berpengaruh terhadap TQ.

4) *Return on Asset*

Nilai koefisien regresi *Return on Asset* (ROA) adalah $-0,297564$ menunjukkan bahwa setiap kenaikan ROA sebesar 1 satuan akan berpengaruh negatif atau TQ akan mengalami penurunan sebesar $0,297564$ dengan asumsi nilai variabel independen lainnya tetap. Adapun dalam uji T (Uji Parsial) dengan taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$), ROA memiliki probabilitas $0,0020$ yang berarti nilai probabilitas $ROA < \alpha$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ROA berpengaruh terhadap TQ.

5) Hasil Uji Simultan (Uji F)

Hasil pengujian pada tabel 4.14 diperoleh hasil probabilitas F-statistik sebesar $0,0000$ kurang dari taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$). Maka dengan hasil ini diperoleh kesimpulan bahwa secara

bersama-sama variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen.

6) Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

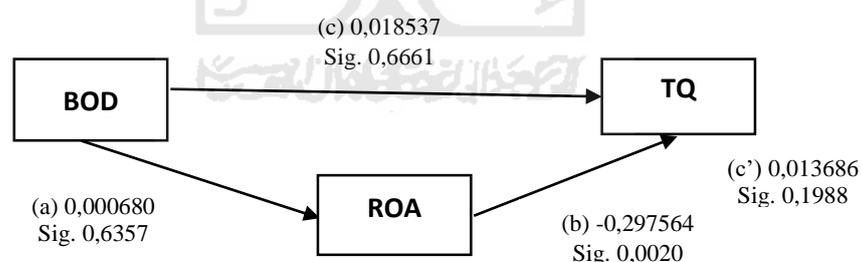
Berdasarkan tabel 4.14 hasil pengujian diperoleh nilai R^2 sebesar 0,944877. Hal ini menandakan bahwa kontribusi seluruh variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sebesar 94% dan sisanya sebesar 6% dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian.

4.2.3 Hasil Analisis Jalur (*Path Analysis*)

Berdasarkan pengujian menggunakan *path analysis* dihasilkan data sebagai berikut:

a. Substruktur I

Gambar 4.1



1) Causal Step

Berdasarkan gambar 4.1 terlihat bahwa:

- a) Variabel BOD tidak signifikan terhadap ROA
- b) Variabel ROA signifikan terhadap TQ
- c) Variabel BOD tidak signifikan terhadap TQ

d) Jika $c' < c$ maka ROA dapat dikatakan dapat sebagai mediasi.

Dari hasil pengujian terlihat bahwa nilai c' (tabel 4.14) adalah 0,013686 kurang dari nilai c (tabel 4.11) sebesar 0,018537 atau $c' < c$ sehingga ROA dapat dikatakan sebagai mediasi.

Secara keseluruhan dari poin (a)-(d), terlihat bahwa poin (a) dan (c) tidak memenuhi syarat (tidak signifikan). Sehingga disimpulkan bahwa variabel ROA pada Substruktur I bukan sebagai Mediator.

2) Uji Sobel

Untuk memperjelas dari pengujian sebelumnya, maka dilakukan Uji Sobel sebagai berikut:

Tabel 4.15
Hasil Uji Sobel Substruktur 1

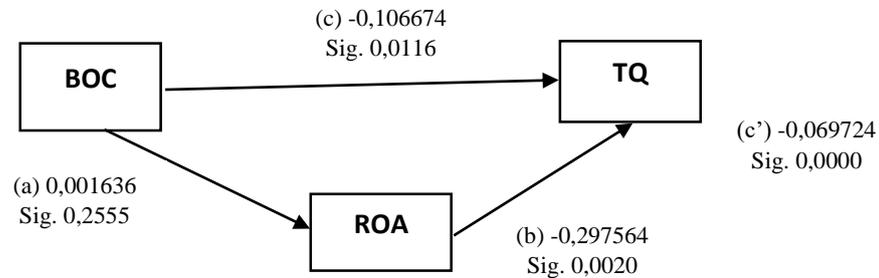
	Test statistic:	Std. Error:	<i>p</i> -value:
Sobel test:	-0,46845869	0,00043193	0,63945661
Aroian test:	-0,44643791	0,00045324	0,65528095
Goodman test:	-0,49409647	0,00040952	0,62123805

Dari tabel 4.15 di atas terlihat bahwa nilai *p*-value sebesar 0,63945661 lebih besar dari taraf signifikansi 0,05 (*p*-value > 0,05) yang artinya variabel ROA tidak dapat dikatakan sebagai mediasi.

Dari dua pengujian antara Causal Step dan Uji Sobel untuk pengujian Substruktur I menunjukkan bahwa variabel ROA tidak dapat memediasi variabel TQ.

b. Substruktur II

Gambar 4.2



1) Causal Step

Berdasarkan gambar 4.2 terlihat bahwa:

- a) Variabel BOC tidak signifikan terhadap ROA
- b) Variabel ROA signifikan terhadap TQ
- c) Variabel BOC signifikan terhadap TQ
- d) Jika $c' < c$ maka ROA dapat dikatakan dapat sebagai mediasi.

Dari hasil pengujian terlihat bahwa nilai c' (tabel 4.14) adalah $-0,069724$ lebih besar dari nilai c (tabel 4.11) sebesar $-0,106674$ atau $c' > c$ sehingga ROA tidak dapat dikatakan sebagai mediasi.

Secara keseluruhan dari poin (a)-(d), terlihat bahwa poin (a) dan (d) tidak memenuhi syarat (tidak signifikan). Sehingga disimpulkan bahwa variabel ROA pada Substruktur II bukan sebagai Mediator.

2) Uji Sobel

Untuk memperjelas dari pengujian sebelumnya, maka dilakukan Uji Sobel sebagai berikut:

Tabel 4.16
Hasil Uji Sobel Substruktur II

	Test statistic:	Std. Error:	<i>p</i> -value:
Sobel test:	-1,06973109	0,00045508	0,28474037
Aroian test:	-1,02405787	0,00047538	0,30580794
Goodman test:	-1,12211659	0,00043384	0,26181287

Dari tabel 4.16 di atas terlihat bahwa nilai *p*-value sebesar 0,28474037 lebih besar dari taraf signifikansi 0,05 (*p*-value > 0,05), yang artinya variabel ROA tidak dapat dikatakan sebagai mediasi.

Dari dua pengujian antara Causal Step dan Uji Sobel untuk pengujian Substruktur II menunjukkan bahwa variabel ROA tidak dapat memediasi variabel TQ.

4.3 Pembahasan

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan maka dapat disampaikan pembahasan dari hasil penelitian sebagai berikut:

4.3.1 Pengaruh *Board of Directors* terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel H_1 memiliki tingkat signifikansi 0,6661 lebih besar dari taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa *board of director* (BOD) tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis pertama (H_1) yang menyatakan bahwa adanya pengaruh BOD terhadap Nilai Perusahaan ditolak. Hal ini dapat diartikan bahwa BOD sebagai organ yang bertugas dan bertanggungjawab penuh atas pengurusan perseroan, berperan penting sebagai fungsi

pengambilan keputusan perusahaan. Dalam pengambilan keputusan, keterlibatan banyak pihak bisa saja menimbulkan masalah efektivitas. Hal ini mencakup masalah free-riding, koordinasi dan masalah kesesuaian jadwal anggota dewan, serta masalah waktu yang diperlukan lebih banyak dalam membuat kesepakatan (Titova, 2016). Oleh karena itu banyaknya jumlah BOD dapat menyebabkan ketidakefektifan dalam pengambilan keputusan, sehingga akan memengaruhi nilai perusahaan.

Hasil tersebut sejalan dengan penelitian Brick et.al (2006), Florackis (2008) yang menunjukkan bahwa BOD tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan karena koordinasi, komunikasi dan pengambilan keputusan akan menjadi sulit. Yermarck (1996) juga menemukan hubungan negatif BOD terhadap nilai perusahaan karena jumlah BOD yang sedikit dapat meningkatkan kualitas kegiatan serta kinerja dari perusahaan. Hasil ini juga sejalan dengan penelitian Sondokan (2019) dan Lastanti & Salim (2018) yang menyatakan ukuran direksi yang terlalu besar akan menyebabkan masalah keagenan yang akan berdampak pada sulitnya evaluasi pekerjaan dewan direksi sehingga menurunkan kinerja perusahaan.

Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian Lidyah (2019), Laila (2011) dan Onasis (2016) yang menyatakan bahwa peran direksi sangat diperlukan dalam menjalankan kepentingan dan tujuan perusahaan, sehingga banyaknya jumlah direksi akan memberikan

bentuk pengawasan terhadap kinerja perusahaan yang lebih baik, dengan kinerja perusahaan yang baik mampu meningkatkan harga saham dan nilai perusahaan juga ikut meningkat.

4.3.2 Pengaruh *Board of Commissioner* terhadap Nilai Perusahaan

Variabel H₂ memiliki tingkat signifikansi 0,0116 lebih kecil dari taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$) dan memiliki nilai koefisien -0,106674. Hal ini menunjukkan bahwa *board of commissioner* (BOC) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, artinya apabila BOC meningkat maka nilai perusahaan akan menurun. Dengan demikian hipotesis kedua (H₂) yang menyatakan adanya pengaruh positif dan signifikan antara BOC terhadap Nilai Perusahaan ditolak.

Adanya pengaruh signifikan menandakan bahwa BOC sebagai mekanisme internal GCG diperlukan untuk menjamin strategi perusahaan dan mengawasi manajer dalam mengelola perusahaan. Namun adanya pengaruh negatif menandakan bahwa banyaknya jumlah BOC dapat menurunkan efektivitas pengawasan kepada direksi untuk memiliki kualitas yang lebih baik dalam pengambilan keputusan sehingga dapat mempengaruhi investor dan akhirnya akan berpengaruh pada nilai perusahaan.

Hasil ini sejalan dengan penelitian Kusumaningrum & Nugroho (2019), Susanti & Nidar (2016) dan Syafitri, dkk (2018) yang menyatakan bahwa anggota dewan komisaris harus profesional

serta memiliki kemampuan dan integritas sehingga dapat menjalankan fungsinya dengan baik dalam memastikan dan memperhatikan kepentingan pemangku jabatan. Karena tingginya jumlah dewan komisaris menyebabkan pengambilan keputusan kurang efektif sehingga akan menurunkan nilai perusahaan.

Fiadicha & Hanny (2016) mengatakan bahwa besar kecilnya dewan komisaris bukan menjadi penentu utama dari efektivitas pengawasan terhadap manajemen perusahaan, karena dewan komisaris merupakan inti dari *corporate governance* yang ditugaskan untuk menjamin strategi perusahaan, mengawasi manajer dalam mengelola perusahaan.

Hasil tersebut tidak sejalan dengan penelitian Muktaruddin (2014) dan Fintreswari & Sutiono (2017) yang menunjukkan banyaknya jumlah BOC akan mempersulit jalannya komunikasi dan koordinasi antar anggota, sehingga untuk menghindari masalah tersebut akan sering terjadi pertemuan antar anggota dewan, aktivitas pertemuan antar dewan yang tinggi cenderung merupakan respon dari kinerja perusahaan yang buruk.

4.3.3 Pengaruh *Board of Directors* terhadap Profitabilitas

Variabel H_3 memiliki tingkat signifikansi 0,6357 lebih besar dari taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa *board of director* (BOD) tidak berpengaruh signifikan terhadap

profitabilitas. Dengan demikian hipotesis ketiga (H_3) yang menyatakan bahwa ada pengaruh BOD terhadap Profitabilitas ditolak.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Taufik (2016), Vafeas (2000) dan Terjesen et.al (2016) tidak menemukan pengaruh yang signifikan BOD terhadap profitabilitas. Perusahaan yang memiliki BOD lebih banyak akan menghadapi masalah dalam melakukan koordinasi dan komunikasi sehingga terjadi ketidaksepakatan dan perbedaan pandangan dalam pengambilan keputusan yang akan berakibat buruk pada profitabilitas perusahaan.

Temuan ini tidak sejalan dengan penelitian Febriyanto (2013) dan Sukandar (2014) yang menunjukkan adanya pengaruh signifikan antara BOD dengan profitabilitas, dikarenakan BOD akan memberikan bentuk pengawasan terhadap kinerja perusahaan untuk menetapkan tujuan perusahaan yang baik dan terkontrol, sehingga menghasilkan profitabilitas yang baik.

4.3.4 Pengaruh *Board of Commissioner* terhadap Profitabilitas

Variabel H_4 memiliki tingkat signifikansi 0,2555 lebih besar dari taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa *board of commissioner* (BOC) tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas perusahaan. Dengan demikian hipotesis keempat (H_4) yang menyatakan bahwa adanya pengaruh BOC terhadap Profitabilitas ditolak.

Hasil ini sejalan dengan penelitian Sukandar (2014), Fuzi (2016), Arosa et.al (2013), Taufik (2016), dan Handayani (2019) yang menyatakan bahwa semakin banyaknya jumlah BOC akan berakibat buruk pada kinerja perusahaan. Hal ini dikarenakan dengan bertambahnya jumlah BOC akan sulit menjalankan perannya sebagai pengawas manajemen, serta komunikasi dan koordinasi antar dewan komisaris akan terganggu. Dengan demikian keberadaan BOC tidak meningkatkan efektivitas pengawasan dan kinerja perusahaan, yang nantinya akan berdampak pada profitabilitas perusahaan.

Temuan ini tidak sejalan dengan penelitian Onasis & Robin (2016), Muller (2014), Martsila & Meiranto (2013) dan Azmy et.al (2019) yang menyatakan bahwa BOC berdampak positif terhadap profitabilitas, karena semakin banyak anggota dewan komisaris dalam perusahaan akan memberikan bentuk pengawasan terhadap kinerja perusahaan yang semakin baik dan dengan kinerja perusahaan yang baik dan terkontrol akan menghasilkan profitabilitas yang baik.

4.3.5 Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan variabel H_5 memiliki tingkat signifikansi 0,0020 lebih kecil dari taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$) dan memiliki nilai koefisien $-0,297564$. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan

signifikan terhadap nilai perusahaan, artinya apabila profitabilitas meningkat maka nilai perusahaan akan menurun. Dengan demikian hipotesis kelima (H_5) yang menyatakan bahwa adanya pengaruh positif dan signifikan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan diolak.

Adanya pengaruh signifikan menandakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh besar terhadap nilai perusahaan, karena profitabilitas digunakan sebagai evaluasi atas efektivitas pengelolaan perusahaan sehingga akan mempengaruhi kebijakan para investor dalam melakukan investasi. Namun adanya pengaruh negatif profitabilitas terhadap nilai perusahaan disebabkan karena para investor tidak terlalu bereaksi ketika profitabilitas perusahaan sedang tinggi sehingga menyebabkan turunnya harga saham. Putranto (2018) juga mengatakan bahwa peningkatan nilai profitabilitas akan memungkinkan meningkatnya operasional perusahaan dan mengakibatkan tingginya biaya yang dikeluarkan. Kenaikan biaya ini akan mengakibatkan perusahaan menarik lebih banyak biaya sehingga return saham yang dibagikan kepada investor tidak memadai dan akhirnya akan berdampak pada nilai perusahaan

Hasil ini sejalan dengan penelitian Ardila (2017) yang menyatakan bahwa informasi profitabilitas perusahaan tidak sepenuhnya dapat mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan dalam investasi, karena laba perusahaan (profitabilitas)

diharapkan oleh investor yang orientasinya kepada keuntungan jangka panjang. Herawati (2013) juga mengatakan hal serupa bahwa profitabilitas yang tinggi menyebabkan nilai perusahaan turun, hal ini dikarenakan ketika profitabilitas meningkat menjadikan laba perlembar saham perusahaan meningkat, tetapi peningkatan ini belum tentu dapat meningkatkan harga saham sehingga apabila laba perlembar saham meningkat namun harga saham tidak meningkat, maka akan membuat turunnya nilai perusahaan.

Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian Putra & Sedana (2019), Sucuahi (2016), Sabrin et. al (2016), Tui (2017) dan Fajarina & Isnalita (2018) Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi memiliki tingkat hutang yang rendah. Karena perusahaan dengan profitabilitas tinggi memiliki sumber pendanaan internal yang lebih banyak dan semakin besar profitabilitas perusahaan maka semakin banyak pula keuntungan yang dibagikan kepada pemegang saham, sehingga diharapkan nilai perusahaan akan semakin tinggi. Sedangkan Lastanti dan Salim (2018) mengungkapkan tidak signifikannya profitabilitas terhadap nilai perusahaan dikarenakan adanya faktor lain yang dapat menilai profitabilitas selain rasio ROA.

4.3.6 Pengaruh *Board of Directors* terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas

Hasil pengujian menunjukkan variabel H_6 memiliki tingkat signifikansi 0,4187 lebih besar dari taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas tidak signifikan sebagai mediasi variabel BOD terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis keenam (H_6) yang menyatakan adanya pengaruh BOD terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas ditolak. Hal ini dapat diartikan bahwa profitabilitas perusahaan tidak mampu menjadi intervening antara variabel BOD terhadap nilai perusahaan. Sehingga baik secara langsung maupun tidak langsung variabel profitabilitas tidak dapat memengaruhi variabel BOD terhadap nilai perusahaan.

Hasil ini dibuktikan oleh penelitian Taufik (2016) yang menyatakan bahwa variabel BOD tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas, karena besarnya jumlah BOD akan berdampak pada koordinasi, komunikasi sehingga terjadi ketidaksepakatan dan perbedaan pandangan dalam pengambilan keputusan yang akan berakibat buruk pada profitabilitas perusahaan. Yermarck (1996), Sondokan (2019) dan Lastanti & Salim (2018) juga mengatakan ukuran direksi yang terlalu besar akan menyebabkan masalah keagenan yang akan berdampak pada sulitnya evaluasi pekerjaan dewan direksi sehingga menurunkan kinerja perusahaan yang akan

berdampak pada profitabilitas dan turunnya harga saham sehingga akan memengaruhi nilai perusahaan.

4.3.7 Pengaruh *Board of Commissioner* terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel H₇ memiliki tingkat signifikansi 0,6764 lebih besar dari taraf signifikansi ($\alpha = 0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas tidak signifikan sebagai mediasi variabel BOC terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis ketujuh (H₇) yang menyatakan bahwa adanya pengaruh BOC terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas ditolak. Hasil ini diartikan bahwa profitabilitas tidak mampu menjadi intervening variabel BOC terhadap nilai perusahaan. Sehingga variabel independen BOC mampu memengaruhi secara langsung variabel dependen nilai perusahaan tanpa melibatkan variabel mediator profitabilitas.

Hasil ini berbeda dengan hipotesis yang dirumuskan dan tidak sejalan dengan teori agensi yang menjelaskan bahwa pengawasan yang tepat dapat mengurangi konflik kepentingan antara manajemen (*agency*) dan pemilik saham (*principal*), di mana nilai korelasi terdapat hubungan yang menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat rasio *board of commissioner* akan mengurangi konflik perusahaan yang berdampak pada profitabilitas dengan peningkatan nilai perusahaan.

Hasil ini sejalan dengan penelitian Fuzi (2016), Taufik (2016), dan Handayani (2019) menyatakan bahwa semakin banyaknya jumlah BOC akan berakibat buruk pada kinerja perusahaan. Hal ini dikarenakan dengan bertambahnya jumlah BOC akan sulit menjalankan perannya sebagai pengawas manajemen, serta komunikasi dan koordinasi antar dewan komisaris akan terganggu. Dengan demikian keberadaan BOC tidak meningkatkan efektivitas pengawasan dan kinerja perusahaan, yang nantinya akan berdampak pada profitabilitas perusahaan.

Muktaruddin (2014) dalam penelitiannya mengatakan BOC tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan disebabkan karena proses pemilihan anggota dewan komisaris tidak dipilih melalui rapat pemegang saham namun dipilih oleh kepentingan mayoritas perusahaan. Khumairoh dkk (2014) tidak terbuktinya hasil tersebut karena manfaat penerapan mekanisme GCG tidak dapat diukur hanya dengan melihat dari satu profitabilitas saja yang dalam penelitian ini diukur dengan ROA. Karena ROA lebih bersifat jangka pendek, sehingga tidak berpengaruh secara signifikan.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh struktur dewan (BOD dan BOC) terhadap nilai perusahaan dengan profitabilitas sebagai variabel intervening pada 103 perusahaan yang terdaftar di ISSI dengan jumlah observasi 515 data selama periode 2015-2019. Dari hasil penelitian, diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Struktur dewan yaitu *Board of Directors* (BOD) tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. BOD sebagai organ yang bertugas dan bertanggungjawab penuh atas pengurusan perseroan, berperan penting sebagai fungsi pengambilan keputusan perusahaan. Dalam pengambilan keputusan, keterlibatan banyak pihak bisa saja menimbulkan masalah efektivitas. Hal ini mencakup masalah free-riding, koordinasi dan masalah kesesuaian jadwal anggota dewan, serta masalah waktu yang diperlukan lebih banyak dalam membuat kesepakatan. Oleh karena itu banyaknya jumlah BOD dapat menyebabkan ketidakefektifan dalam pengambilan keputusan, sehingga akan memengaruhi nilai perusahaan.
2. Struktur dewan yaitu *Board of Commissioner* (BOC) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Adanya pengaruh signifikan menandakan bahwa BOC sebagai mekanisme internal GCG diperlukan untuk menjamin strategi perusahaan dan mengawasi manajer dalam mengelola perusahaan. Namun adanya pengaruh negatif menandakan

bahwa banyaknya jumlah BOC dapat menurunkan efektivitas pengawasan kepada direksi untuk memiliki kualitas yang lebih baik dalam pengambilan keputusan sehingga dapat mempengaruhi investor dan akhirnya akan berpengaruh pada nilai perusahaan.

3. Struktur dewan (BOD dan BOC) memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap profitabilitas. Perusahaan yang memiliki jumlah BOC & BOD lebih banyak akan menghadapi masalah dalam melakukan koordinasi dan komunikasi sehingga terjadi ketidaksepakatan dan perbedaan pandangan dalam pengambilan keputusan yang akan berakibat buruk pada profitabilitas perusahaan.
4. Profitabilitas memiliki dampak negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Adanya pengaruh signifikan menandakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh besar terhadap nilai perusahaan, karena profitabilitas digunakan sebagai evaluasi atas efektivitas pengelolaan perusahaan sehingga akan mempengaruhi kebijakan para investor dalam melakukan investasi. Namun adanya pengaruh negatif profitabilitas terhadap nilai perusahaan disebabkan karena para investor tidak terlalu bereaksi ketika profitabilitas perusahaan sedang tinggi sehingga menyebabkan turunnya harga saham dan juga akan menurunkan nilai perusahaan.
5. Profitabilitas tidak mampu menjadi variabel intervening antara variabel struktur dewan (BOD dan BOC) terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti tanpa melalui variabel profitabilitas, variabel BOD dan BOC akan tetap memengaruhi nilai perusahaan.

5.2 Saran

Berdasarkan hasil analisis dan kesimpulan, terdapat saran-saran yang dapat diajukan sebagai berikut:

1. Bagi peneliti selanjutnya:

- Disarankan menggunakan sampel penelitian berbeda misalnya pada BUS (Bank Umum Syariah) atau BPD (Bank Pembangunan Daerah).
- Penggunaan variabel lain yang memungkinkan menjadi faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
- Menggunakan variabel berbeda seperti meneliti dari sisi Islam dengan menggunakan Syariah Corporate Governance.
- Nilai perusahaan sebagai variabel dependen pada penelitian ini diproksikan dengan Tobin's Q. Untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan proksi yang berbeda seperti PBV (Price Book Value).
- Pofitabilitas variabel intervening dalam penelitian ini diukur dengan ROA (*Return on Asset*). Untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan pengukuran menggunakan ROE (*Return on Equity*) atau ROI (*Return on Investment*).

2. Bagi investor yang akan melakukan investasi harus lebih teliti dalam menganalisis kinerja keuangan dan nilai pada suatu perusahaan. Jumlah Direksi dan Komisaris hendaknya lebih diperhatikan sebagai salah satu bentuk pengawasan tidak langsung pada perusahaan yang akan menjadi tujuan investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Amran, N. A. (2016). The Effect of Board of Commissioners on Family Firms Performance in Indonesia. *Advanced Science Letters*, 22(12), 4142-4145.
- Anjani, L. P. A., & Yadnya, I. P. (2017). Pengaruh good corporate governance terhadap profitabilitas pada perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 6(11).
- Apriliyanti, Vivi., et.al. (2019). Pengaruh Kebijakan Hutang, Kebijakan Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan dan Kesempatan Investasi Terhadap Nilai dan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Magister Akuntansi Trisakti*, Vol. 6, No. 2, 201-224.
- Arosa, B., Iturralde, T., & Maseda, A. (2013). The Board Structure and Firm Performance in SMEs: Evidence from Spain. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 19(3), 127-135.
- Asmawi, Almas R.G. (2018). *Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, dan Good Corporate Governance terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas sebagai Variabel Intervenin (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2013-2016)*. (Skripsi). Universitas Islam Indonesia.
- Azhari & Ruzikna. (2018). Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Sektor Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2014". *JOM FISIP*. Vol. 5, No. 1.
- Azmy, Ahmad., et.al. (2019). Effect of Good Corporate Governance on Company Profitability RE & Property Sector In Indonesia. *Jurnal Akuntansi*. Vol. XXIII, No. 01, 17-32.
- Baron, R. M & Kenny, D. A. (1986). The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual Strategic and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychologi*. Vol.51, No.6, 1173-1182.
- Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation and firm performance: Evidence from cronyism. *Journal of Corporate Finance*, 12, 403e423. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.08.005>.
- Claessens, S., & Fan, J. P. (2003). Corporate Governance in Asia: A Survey. *Available at SSRN 386481*.

- Effendi, Sofyan & Daljono. (2013). Pengaruh Corporate Governance dan Kualitas Auditor Terhadap Manajemen Laba. *Diponegoro Journal of Accounting*. Vol. 2, No. 3, 1-14.
- Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325. <http://dx.doi.org/10.1086/467037>
- Fajaria, Ardina Z., & Isnalita. (2018). The Effect of Profitability, Liquidity, Leverage and Firm Growth of Firm Value with its Dividend Policy as a Medorating Variable. *International Journal of Managerial Studies and Research (IJMSR)*. Vol.6, Issue 10, PP 55-69. ISSN (Online): 2349-0349. <http://dx.doi.org/10.20431/2349-0349.0610005>
- Fauzi, Fitriya dan Stuart Locke. (2012). Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: A Study of New Zealand Listed-Firms. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*. Vol.8, No.2, 43-67.
- Febriyanto, Danang. (2013). *Analisis Penerapan Good Corporate Governance (GCG) Terhadap Kinerja Perusahaan (Studi Empiris Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2012)*. (Skripsi) UIN Syarif Hidayatullah.
- Fiadicha, F. (2016). Pengaruh Good Corporate Governance, Corporate Social Responsibility dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal akuntansi manajerial*. Vol.1, No.1, ISSN (E):25026704
- Florackis, C. (2008). Agency costs and corporate governance mechanisms: evidence for UK firms. *International Journal of Managerial Finance*. Vol.4, No.1, 37-59. DOI 10.1108/17439130810837375
- Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI). 2006. *Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit dalam Pelaksanaan Corporate Governance*. www.fcgi.org.id.
- Fuzi, S. F. S., Halim, S. A. A., & Julizaerma, M. K. (2016). Board Independence and Firm Performance. *Procedia Economics and Finance*, 37, 460-465.
- Ghozali, Imam. (2005). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Gujarati, Damodar. (2006). *Dasar-Dasar Ekonometrika*. Jakarta: Erlangga.
- Handayani, Sutri. (2019). Analysis of The Good Corporate Governance Effect on Profitability in Registered Manufacturing Companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Economics, Business, and Government Challenges*. Vol. 2, No. 1, pp. 39-48.
- Herawati, T. (2013). Pengaruh kebijakan dividen, kebijakan hutang dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Manajemen*, 2(2), 1-18.

- Hermuningsih, Sri. (2013). "Profitability, Growth Opportunity, Capital Structure and The Firm Value". *Bulletin of Monetary, Economics and Banking*, University of Sarjanawiyata Tamansiswa Yogyakarta.
- Hirdinis, M. (2019). Capital Structure and Firm Size on Firm Value Moderated by Profitability. *International Journal of Economics and Business Administration*. Vo. VII, 174-191.
- Ibrahim, Robbi H., & Ahmad Mifdlol M. (2019). Pengaruh Komisaris Independen dan Indeks Islamic Social Reporting Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 5(01), 2019, 9-20.
- Isshaq, Z., Bokpin, G. A., & Onumah, J. M. (2009). Corporate Governance, Ownership Structure, Cash Holdings, and Firm value on the Ghana Stock Exchange. *The Journal of Risk Finance*. Vol. 10 (5), 488-499.
- Istighfarin, Diana & Ni Gusti P.W . (2015). Pengaruh Corporate Governance Terhadap Profitabilitas pada Badan Usaha Milik Negara (BUMN). *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* Vol.13. No.2. ISSN: 2302-8556.
- Jensen, M.C., & Meckling, W. (1976). The Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Khumairoh, N. D., Sambharakreshna, Y., & Kompyurini, N. (2014). Pengaruh Kualitas Good Corporate Governance terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Journal of Auditing, Finance, and Forensic Accounting*, 2(1), 51-60.
- Kumalasari, Dewi & Heri Pratikto. (2018). Good Corporate Governance Affects on Corporate Value Through Return on Equity and Return on Asset of Manufacture Company. *The First International Research Conference on Economics and Business*. Pages 114-126. DOI 10.18502/kss.v3i3.1878
- Laila, N., & Syaichu, M. (2011). *Analisis Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2009)*. (Doctoral Dissertation) Universitas Diponegoro.
- Lastanti, Hexana Sri & Nabil Salim. (2018). Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility, Good Corporate Governance, dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Trisakti*. Vol. 5, No. 1, 27-40.
- Lidyah, Rika, et.al. (2019). The Effect of Board of Director, Board of Commissioner and Audit Committee nn Value of Firm to Islamic Social Reporting As A Mediating Variable. *Journal of Business Studies and Management Review (JBSMR)* Vol.2 No.2.

- Lukviarman, Niki. (2016). *Corporate Governance, Menuju Penguatan Konseptual dan Implementasi di Indonesia*. Solo: PT. ERA ADICITRA INTERMEDIA.
- Martsila, Ika S., & Wahyu Meiranto. (2013). Pengaruh Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*. Vol. 2, No. 4, 1-14.
- Mawei, Miraclyne F.G & Joy E.Tulung. (2019). The Influence of The Board of Directors, Firm Size and Capital Structure to Firm Values in The Food and Beverage Subsector Listed On The Indonesia Stock Exchange. *Jurnal EMBA*. Vol. 7, No. 6, Hal. 3249-3258.
- Mukhtaruddin, dkk. (2014). Good Corporate Governance Mechanism, Corporate Social Responsibility Disclosure on Firm Value: Empirical Study on Listed Company in Indonesia Stock Exchange. *Internasional Jurnal of Finance & Accounting Studies*. Vol.2, No.1. ISSN: 2203-4706
- Müller, V. O. (2014). The Impact Of Board Composition On The Financial Performance Of FTSE100 Constituents. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 109(8), 969-975.
- Nachrowi, N. Djalal & Hardius Usman. (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta: LPFE Universitas Indonesia.
- OECD (2004). *Principles of Corporate Governance*. Organization for Economic Cooperation and Development, Paris.
- Onasis, K., & Robin, R. (2016). Pengaruh tata kelola perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor keuangan yang terdaftar di BEI. *Bina Ekonomi*, 20(1), 1-22.
- Purwohandoko. (2017). The Influence of Firm's Size, Growth, and Profitability on Firm Value with Capital Structure as the Mediator: A Study on the Agricultural Firms Listed in the Indonesian Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 9, No. 8.
- Putra, I Gede W.R., & Ida B.P Sedana. (2019). Capital Structure as a Mediation Variabel: Profitability and Liquidity on Company Value in Real Estate Companies in Indonesia Stock Exchange. *International Research Journal of Management, IT & Social Sciences*. Vol.6, No.4. Hal. 62-72. ISSN: 2395-7492.
- Putranto, Panji dan Elan Kurniawan (2018). Effect of Managerial Ownership and Profitability on Firm Value (Empirical Study on Food and Beverage Industrial Sector Company 2012 to 2015). *European Journal of Business and Management*. Vol.10, No.25, ISSN (Online) 2222-2839.

- Rahayu, Maryati & Bida Sari. (2018). Faktor-Faktor yang Memengaruhi Nilai Perusahaan. *Ikraith-Humoniora*, Vol. 2, No. 2, Hal 69.
- Riduwan & Engkos A. Kuncoro. (2017). *Cara Menggunakan dan Memaknai Path Analysis (Analisis Jalur)*. Bandung: ALFABETA.
- Rusdiyanto, dkk. (2019). *Good Corporate Governance Teori dan Implementasinya di Indonesia*. Bandung: PT. Refika Aditama.
- Sabrin, et.al. (2016). The Effect of Profitability on Firm Value in Manufacturing Company at Indonesia Stock Exchange. *The International Journal of Engineering and Science (IJES)*. Vol. 5, Issue. 10, 81-89.
- Sakti, Indra. (2018). *Analisis Regresi Data Panel menggunakan Eviews*. Jakarta: Universitas Esa Unggul.
- Salem, W.F., et.al. (2019). *Boards of Directors' Characteristics and Firm Value: A Comparative Study between Egypt and USA*. Open Access Library Journal. Vol. 6. 1-32.
- Sari, Zulfia Eka. (2013). *Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Economic Value Added, dan Risiko Sistematis Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Kategori LQ45 yang terdaftar di BEI)*. (Skripsi) Universitas Negeri Padang.
- Sartono, R. Agus. Dr., M.B.A. (2012). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi Keempat. Yogyakarta: BPFE Fakultas Ekonomika & Bisnis UGM.
- Sondokan, Nathalia V., et.al. (2019). The Influence of The Independent Board of Commissioners, The Board of Directors, and The Audit Board On The Value of Companies Listed in The Indonesian Stock Exchange Period 2014-2017. *Jurnal EMBA*. Vol. 7, No. 4, 5821-5830
- Sucuahi, William & Jay Mark C. (2016). Influence of Profitability to the Firm Value of Diversified Companies in the Philippines. *Accounting and Finance Research*. Vol.5, No.2. <http://dx.doi.org/10.5430/afr.v5n2p149>
- Sukandar, P. Pradana & Rahardja. (2014). Pengaruh Dewan Direksi dan Dewan Komisaris Serta Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Sektor Consumer Good yang Terdaftar di BEI Tahun 2010-2012). *Diponegoro Journal of Accounting*. Vol.3, No. 3. Hal.1-7. ISSN (Online): 2337-3806.
- Susanti, Leni dan Sulaeman R.Nidar. (2016). Corporate Board and Firm Value: Perspective Two-Tier Board System in Indonesia. *International Journal of Scientific & Technology Research*. Vol.5, ISSN 2277-8616.

- Sutrisno, Dr., MM. (2013). *Manajemen Keuangan Teori Konsep & Aplikasi*. Edisi Pertama. Yogyakarta: EKONISIA Fakultas Ekonomi UII.
- Tahu, G. Paulus & Dominicius Djoko B.S. (2017). Effect of Liquidity, Leverage and Profitability to The Firm Value (Dividend Policy as Moderating Variable) in Manufacturing Company of Indonesia Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*. Vol. 8, No. 18.
- Taufik, Muhammad. (2016). *Effect of Good Corporate Governance on Profitability (Empirical Research Manufacturing Companies Listed in Indonesian Stock Exchange Period 2012-2015)*. Skripsi UIN Syarif Hidayatullah Jakarta. Diambil dari www.repository.uinjkt.ac.id.
- Terjesen, S., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2016). Does The Presence Of Independent and Female Directors Impact Firm Performance? A Multi-Country Study Of Board Diversity. *Journal of Management & Governance*, 20(3), 447-483.
- Titova, Y. (2016). Are board characteristics relevant for banking efficiency? Evidence from the US. *Corporate Governance*.
- Tui, S., Nurnajamuddin, M., Sufri, M., & Nirwana, A. (2017). Determinants of Profitability and Firm Value: Evidence from Indonesian Banks. *IRA-International Journal of Management & Social Sciences* (ISSN 2455-2267), 7(1), 84-95. doi:<http://dx.doi.org/10.21013/jmss.v7.n1.p10>
- Vafeas, N. (2000). Board Structure and The Informativeness of Earnings. *Journal of Accounting and Public policy*, 19(2), 139-160.
- Widarjono, Agus. (2007). *Ekonometrika: Teori dan Aplikasi untuk Ekonomi dan Bisnis, Edisi Kedua*. Yogyakarta: Ekonisia FE Universitas Islam Indonesia.
- Yameen, Muhammad., et.al. (2019). The Impact of Corporate Governance Practice on Firm's Performance: An Empirical Evidence from Indian Tourism Sector. *Journal of International Studies*. Vol.12, No.1. DOI: 10.14254/2071- 8330.2019/12-1/14
- Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with A Small Board of Directors. *Journal of financial economics*, 40(2), 185-211.

LAMPIRAN I

Data Penelitian

No.	Firm Code	Perusahaan	Tahun	TQ	BOC	BOD	ROA
1	_AALI-2015	AALI	2015	1.62	4	7	0.0323
2	_AALI-2016	AALI	2016	1.59	4	7	0.0873
3	_AALI-2017	AALI	2017	1.26	4	7	0.0847
4	_AALI-2018	AALI	2018	1.12	5	6	0.0566
5	_AALI-2019	AALI	2019	1.34	5	6	0.0903
6	_ACST-2015	ACST	2015	1.44	5	5	0.0219
7	_ACST-2016	ACST	2016	1.27	3	6	0.0269
8	_ACST-2017	ACST	2017	1.05	3	6	0.0289
9	_ACST-2018	ACST	2018	0.96	3	6	0.0023
10	_ACST-2019	ACST	2019	1.04	4	6	-0.1083
11	_ARNA-2015	ARNA	2015	2.94	4	4	0.0498
12	_ARNA-2016	ARNA	2016	2.86	4	4	0.0592
13	_ARNA-2017	ARNA	2017	1.93	4	4	0.0763
14	_ARNA-2018	ARNA	2018	2.20	4	4	0.0957
15	_ARNA-2019	ARNA	2019	2.13	3	4	0.1209
16	_ASGR-2015	ASGR	2015	1.76	3	4	0.1464
17	_ASGR-2016	ASGR	2016	1.81	3	4	0.148
18	_ASGR-2017	ASGR	2017	1.18	4	4	0.1066
19	_ASGR-2018	ASGR	2018	1.14	4	4	0.119
20	_ASGR-2019	ASGR	2019	0.88	4	4	0.0866
21	_ASII-2015	ASII	2015	1.47	10	11	0.0636
22	_ASII-2016	ASII	2016	1.75	10	10	0.033
23	_ASII-2017	ASII	2017	1.61	12	9	0.0784
24	_ASII-2018	ASII	2018	1.46	8	8	0.0794
25	_ASII-2019	ASII	2019	1.27	11	10	0.0756
26	_ASRI-2015	ASRI	2015	1.01	5	4	0.0365
27	_ASRI-2016	ASRI	2016	0.99	5	4	0.0252
28	_ASRI-2017	ASRI	2017	0.92	5	4	0.0668
29	_ASRI-2018	ASRI	2018	0.84	5	4	0.0464
30	_ASRI-2019	ASRI	2019	0.73	8	7	0.0462
31	_AUTO-2015	AUTO	2015	0.83	8	7	0.0225
32	_AUTO-2016	AUTO	2016	0.96	8	7	0.0331
33	_AUTO-2017	AUTO	2017	0.94	8	8	0.0371
34	_AUTO-2018	AUTO	2018	0.74	8	8	0.0429
35	_AUTO-2019	AUTO	2019	0.65	9	8	0.051
36	_BELL-2015	BELL	2015	1.93	2	3	0.0652

37	_BELL-2016	BELL	2016	1.36	2	3	0.0394
38	_BELL-2017	BELL	2017	1.14	3	3	0.0321
39	_BELL-2018	BELL	2018	1.17	3	4	0.0466
40	_BELL-2019	BELL	2019	1.81	3	3	0.0392
41	_BIRD-2015	BIRD	2015	2.84	7	4	0.1159
42	_BIRD-2016	BIRD	2016	1.39	8	4	0.0699
43	_BIRD-2017	BIRD	2017	1.57	8	4	0.0656
44	_BIRD-2018	BIRD	2018	1.28	8	4	0.0662
45	_BIRD-2019	BIRD	2019	1.11	8	4	0.0425
46	_BISI-2015	BISI	2015	2.04	3	5	0.1232
47	_BISI-2016	BISI	2016	2.51	3	4	0.1391
48	_BISI-2017	BISI	2017	2.21	3	5	0.1537
49	_BISI-2018	BISI	2018	1.98	3	5	0.1461
50	_BISI-2019	BISI	2019	1.28	3	5	0.1043
51	_BKSL-2015	BKSL	2015	0.59	4	4	0.0553
52	_BKSL-2016	BKSL	2016	0.65	4	3	0.0495
53	_BKSL-2017	BKSL	2017	0.82	4	4	0.0312
54	_BKSL-2018	BKSL	2018	0.72	4	5	0.0226
55	_BKSL-2019	BKSL	2019	0.65	6	4	0.0039
56	_BMSR-2015	BMSR	2015	1.23	2	2	-0.0128
57	_BMSR-2016	BMSR	2016	1.04	2	3	-0.0392
58	_BMSR-2017	BMSR	2017	1.04	2	3	-0.0061
59	_BMSR-2018	BMSR	2018	1.08	2	3	0.0093
60	_BMSR-2019	BMSR	2019	1.04	2	3	0.0083
61	_BSDE-2015	BSDE	2015	1.34	5	8	0.0653
62	_BSDE-2016	BSDE	2016	1.24	5	8	0.0532
63	_BSDE-2017	BSDE	2017	1.08	5	8	0.1124
64	_BSDE-2018	BSDE	2018	0.88	5	8	0.0326
65	_BSDE-2019	BSDE	2019	0.83	5	8	0.0574
66	_CINT-2015	CINT	2015	1.06	2	4	0.077
67	_CINT-2016	CINT	2016	1.02	2	4	0.0516
68	_CINT-2017	CINT	2017	0.90	2	4	0.0622
69	_CINT-2018	CINT	2018	0.83	2	5	0.0275
70	_CINT-2019	CINT	2019	0.83	2	5	0.0138
71	_CPIN-2015	CPIN	2015	2.13	3	6	0.0742
72	_CPIN-2016	CPIN	2016	2.51	3	6	0.0919
73	_CPIN-2017	CPIN	2017	2.35	3	7	0.1018
74	_CPIN-2018	CPIN	2018	4.58	4	7	0.1646
75	_CPIN-2019	CPIN	2019	3.91	5	7	0.1237
76	_DILD-2015	DILD	2015	1.03	6	8	0.0407
77	_DILD-2016	DILD	2016	1.01	6	8	0.0251

78	_DILD-2017	DILD	2017	0.80	6	7	0.0207
79	_DILD-2018	DILD	2018	0.76	6	7	0.0136
80	_DILD-2019	DILD	2019	0.69	6	7	0.0295
81	_DMAS-2015	DMAS	2015	1.40	6	4	0.1696
82	_DMAS-2016	DMAS	2016	1.47	6	4	0.0971
83	_DMAS-2017	DMAS	2017	1.17	6	4	0.0879
84	_DMAS-2018	DMAS	2018	1.06	6	4	0.0661
85	_DMAS-2019	DMAS	2019	2.02	6	4	0.1753
86	_DVLA-2015	DVLA	2015	1.35	7	8	0.0783
87	_DVLA-2016	DVLA	2016	1.58	7	8	0.0993
88	_DVLA-2017	DVLA	2017	2.31	7	8	0.0988
89	_DVLA-2018	DVLA	2018	2.21	7	8	0.1192
90	_DVLA-2019	DVLA	2019	1.66	6	7	0.1211
91	_ELSA-2015	ELSA	2015	0.45	5	4	0.0861
92	_ELSA-2016	ELSA	2016	1.04	5	5	0.0754
93	_ELSA-2017	ELSA	2017	0.93	5	5	0.0516
94	_ELSA-2018	ELSA	2018	0.86	5	5	0.0488
95	_ELSA-2019	ELSA	2019	0.80	5	5	0.0523
96	_EPMT-2015	EMPT	2015	1.60	3	4	0.0811
97	_EPMT-2016	EMPT	2016	1.46	3	3	0.0785
98	_EPMT-2017	EMPT	2017	1.40	4	3	0.0697
99	_EPMT-2018	EMPT	2018	0.99	5	3	0.0785
100	_EPMT-2019	EMPT	2019	0.93	5	3	0.0667
101	_ERAA-2015	ERAA	2015	0.79	4	7	0.0295
102	_ERAA-2016	ERAA	2016	0.78	3	7	0.0352
103	_ERAA-2017	ERAA	2017	0.82	3	7	0.0391
104	_ERAA-2018	ERAA	2018	1.17	3	7	0.0701
105	_ERAA-2019	ERAA	2019	1.08	3	7	0.0334
106	_GOLD-2015	GOLD	2015	1.10	3	3	-0.0465
107	_GOLD-2016	GOLD	2016	1.24	2	2	-0.0533
108	_GOLD-2017	GOLD	2017	1.23	1	2	-0.0057
109	_GOLD-2018	GOLD	2018	1.32	2	2	-0.0337
110	_GOLD-2019	GOLD	2019	0.96	2	3	-0.0213
111	_GWSA-2015	GWSA	2015	0.22	3	4	0.1857
112	_GWSA-2016	GWSA	2016	0.21	3	4	0.0301
113	_GWSA-2017	GWSA	2017	0.24	3	4	0.0261
114	_GWSA-2018	GWSA	2018	0.23	3	4	0.0281
115	_GWSA-2019	GWSA	2019	0.23	3	4	0.0166
116	_IBST-2015	IBST	2015	0.77	3	3	0.0753
117	_IBST-2016	IBST	2016	0.82	3	3	0.0816
118	_IBST-2017	IBST	2017	2.04	3	3	0.0412

119	_IBST-2018	IBST	2018	1.78	2	3	0.0189
120	_IBST-2019	IBST	2019	1.34	3	3	0.0144
121	_ICBP-2015	ICBP	2015	3.34	6	10	0.1101
122	_ICBP-2016	ICBP	2016	3.82	6	8	0.1256
123	_ICBP-2017	ICBP	2017	3.64	6	9	0.1121
124	_ICBP-2018	ICBP	2018	3.89	6	9	0.1355
125	_ICBP-2019	ICBP	2019	3.67	6	9	0.1385
126	_IDPR-2015	IDPR	2015	0.56	2	4	0.1649
127	_IDPR-2016	IDPR	2016	1.73	3	4	0.0778
128	_IDPR-2017	IDPR	2017	1.48	3	4	0.0619
129	_IDPR-2018	IDPR	2018	1.29	3	4	0.0162
130	_IDPR-2019	IDPR	2019	0.76	2	4	-0.0017
131	_IGAR-2015	IGAR	2015	0.76	3	5	0.1339
132	_IGAR-2016	IGAR	2016	1.30	3	5	0.1577
133	_IGAR-2017	IGAR	2017	0.85	3	5	0.1411
134	_IGAR-2018	IGAR	2018	0.81	3	5	0.0783
135	_IGAR-2019	IGAR	2019	0.67	2	3	0.0985
136	_IKAI-2015	IKAI	2015	1.05	3	3	-0.2792
137	_IKAI-2016	IKAI	2016	1.79	3	3	-0.5485
138	_IKAI-2017	IKAI	2017	1.79	2	2	-0.1896
139	_IKAI-2018	IKAI	2018	1.94	2	2	-0.0533
140	_IKAI-2019	IKAI	2019	1.04	2	2	-0.0528
141	_IMPC-2015	IMPC	2015	3.44	2	7	0.0775
142	_IMPC-2016	IMPC	2016	2.64	2	6	0.0553
143	_IMPC-2017	IMPC	2017	2.73	2	6	0.0397
144	_IMPC-2018	IMPC	2018	2.34	2	6	0.0445
145	_IMPC-2019	IMPC	2019	2.41	2	6	0.0372
146	_INDF-2015	INDF	2015	1.03	8	8	0.0403
147	_INDF-2016	INDF	2016	1.31	8	9	0.0641
148	_INDF-2017	INDF	2017	1.22	8	10	0.0585
149	_INDF-2018	INDF	2018	1.16	8	10	0.0514
150	_INDF-2019	INDF	2019	1.16	8	10	0.0613
151	_JRPT-2015	JRPT	2015	1.78	5	6	0.1147
152	_JRPT-2016	JRPT	2016	1.81	5	6	0.1199
153	_JRPT-2017	JRPT	2017	1.68	5	6	0.1179
154	_JRPT-2018	JRPT	2018	1.33	5	6	0.0995
155	_JRPT-2019	JRPT	2019	1.08	5	5	0.0928
156	_JTPE-2015	JTPE	2015	1.05	3	4	0.1147
157	_JTPE-2016	JTPE	2016	0.98	2	4	0.1199
158	_JTPE-2017	JTPE	2017	0.88	2	4	0.1179
159	_JTPE-2018	JTPE	2018	1.19	2	3	0.0995

160	_JTPE-2019	JTPE	2019	1.81	2	3	0.0928
161	_KLBM-2015	KBLM	2015	0.77	3	4	0.0195
162	_KLBM-2016	KBLM	2016	0.92	3	4	0.0332
163	_KLBM-2017	KBLM	2017	0.61	3	3	0.0356
164	_KLBM-2018	KBLM	2018	0.58	3	4	0.0313
165	_KLBM-2019	KBLM	2019	0.60	3	3	0.0301
166	_KBLV-2015	KBLV	2015	0.62	3	3	-0.1104
167	_KBLV-2016	KBLV	2016	0.60	3	3	-0.1242
168	_KBLV-2017	KBLV	2017	0.59	3	4	-0.1236
169	_KBLV-2018	KBLV	2018	0.99	5	7	-0.6002
170	_KBLV-2019	KBLV	2019	0.93	9	7	-0.0356
171	_KDSI-2015	KDSI	2015	0.74	3	3	0.0097
172	_KDSI-2016	KDSI	2016	0.76	3	3	0.0412
173	_KDSI-2017	KDSI	2017	0.80	4	3	0.0519
174	_KDSI-2018	KDSI	2018	0.89	4	3	0.0552
175	_KDSI-2019	KDSI	2019	0.91	4	3	0.0511
176	_KIAS-2015	KIAS	2015	0.80	6	4	-0.0771
177	_KIAS-2016	KIAS	2016	0.82	7	7	-0.1357
178	_KIAS-2017	KIAS	2017	1.04	6	8	-0.0482
179	_KIAS-2018	KIAS	2018	1.08	8	9	-0.0465
180	_KIAS-2019	KIAS	2019	1.04	6	7	-0.4014
181	_KINO-2015	KINO	2015	2.16	4	5	0.0819
182	_KINO-2016	KINO	2016	1.72	4	5	0.0554
183	_KINO-2017	KINO	2017	1.30	4	5	0.0339
184	_KINO-2018	KINO	2018	1.50	4	5	0.0417
185	_KINO-2019	KINO	2019	1.47	3	5	0.1098
186	_KLBF-2015	KLBF	2015	4.72	7	6	0.1502
187	_KLBF-2016	KLBF	2016	4.85	6	6	0.1543
188	_KLBF-2017	KLBF	2017	4.93	7	6	0.1476
189	_KLBF-2018	KLBF	2018	4.08	7	5	0.1376
190	_KLBF-2019	KLBF	2019	3.92	7	5	0.1253
191	_LINK-2015	LINK	2015	3.60	5	5	0.1441
192	_LINK-2016	LINK	2016	3.32	5	6	0.1619
193	_LINK-2017	LINK	2017	3.12	5	8	0.1746
194	_LINK-2018	LINK	2018	2.69	5	8	0.1309
195	_LINK-2019	LINK	2019	2.00	5	5	0.1344
196	_LMPI-2015	LMPI	2015	0.64	2	4	0.005
197	_LMPI-2016	LMPI	2016	0.66	2	4	0.0085
198	_LMPI-2017	LMPI	2017	0.75	2	4	-0.0373
199	_LMPI-2018	LMPI	2018	0.76	2	5	-0.0589
200	_LMPI-2019	LMPI	2019	0.73	2	5	-0.0564

201	_LMSH-2015	LMSH	2015	0.57	3	3	0.0145
202	_LMSH-2016	LMSH	2016	0.63	4	3	0.0384
203	_LMSH-2017	LMSH	2017	0.58	3	3	0.0805
204	_LMSH-2018	LMSH	2018	0.52	3	3	0.018
205	_LMSH-2019	LMSH	2019	0.54	4	3	-0.124
206	_LPCK-2015	LPCK	2015	1.26	5	5	0.1671
207	_LPCK-2016	LPCK	2016	0.87	5	7	0.0955
208	_LPCK-2017	LPCK	2017	0.56	6	7	0.0297
209	_LPCK-2018	LPCK	2018	0.32	7	5	0.2585
210	_LPCK-2019	LPCK	2019	0.03	8	5	0.0314
211	_LPIN-2015	LPIN	2015	0.99	3	3	-0.0561
212	_LPIN-2016	LPIN	2016	2.09	3	3	-0.134
213	_LPIN-2017	LPIN	2017	0.65	3	3	0.716
214	_LPIN-2018	LPIN	2018	0.44	3	4	0.1086
215	_LPIN-2019	LPIN	2019	0.44	4	4	0.0921
216	_LSIP-2015	LSIP	2015	1.19	6	5	0.0704
217	_LSIP-2016	LSIP	2016	1.43	6	5	0.0626
218	_LSIP-2017	LSIP	2017	1.15	6	5	0.0783
219	_LSIP-2018	LSIP	2018	1.02	6	5	0.0328
220	_LSIP-2019	LSIP	2019	1.16	6	5	0.0247
221	_MBTO-2015	MBTO	2015	0.66	3	4	-0.0216
222	_MBTO-2016	MBTO	2016	0.66	3	4	0.0124
223	_MBTO-2017	MBTO	2017	0.66	3	4	-0.0316
224	_MBTO-2018	MBTO	2018	0.74	3	4	-0.1761
225	_MBTO-2019	MBTO	2019	0.77	3	4	-0.1133
226	_MFMI-2015	MFMI	2015	0.89	3	4	0.0891
227	_MFMI-2016	MFMI	2016	2.94	3	3	0.097
228	_MFMI-2017	MFMI	2017	2.66	3	3	0.0945
229	_MFMI-2018	MFMI	2018	2.40	3	3	0.0968
230	_MFMI-2019	MFMI	2019	1.82	3	3	0.3163
231	_MICE-2015	MICE	2015	0.53	3	3	0.0345
232	_MICE-2016	MICE	2016	0.61	3	3	0.0285
233	_MICE-2017	MICE	2017	0.54	3	3	0.1342
234	_MICE-2018	MICE	2018	0.55	3	3	0.0355
235	_MICE-2019	MICE	2019	0.55	3	3	0.033
236	_MIDI-2015	MIDI	2015	1.47	2	5	0.0435
237	_MIDI-2016	MIDI	2016	1.34	2	5	0.046
238	_MIDI-2017	MIDI	2017	1.43	3	5	0.0211
239	_MIDI-2018	MIDI	2018	1.40	6	5	0.0321
240	_MIDI-2019	MIDI	2019	1.42	6	5	0.0407
241	_MIKA-2015	MIKA	2015	9.51	3	3	0.1582

242	_MIKA-2016	MIKA	2016	9.08	3	3	0.1725
243	_MIKA-2017	MIKA	2017	5.73	5	3	0.1504
244	_MIKA-2018	MIKA	2018	4.63	5	3	0.1294
245	_MIKA-2019	MIKA	2019	6.96	4	2	0.1419
246	_MIRA-2015	MIRA	2015	0.75	3	3	-0.0291
247	_MIRA-2016	MIRA	2016	0.88	3	3	-0.0961
248	_MIRA-2017	MIRA	2017	0.92	3	3	-0.0536
249	_MIRA-2018	MIRA	2018	0.92	3	4	0.0018
250	_MIRA-2019	MIRA	2019	0.90	3	5	-0.0092
251	_MLIA-2015	MLIA	2015	0.95	5	5	-0.0218
252	_MLIA-2016	MLIA	2016	0.90	5	5	0.0011
253	_MLIA-2017	MLIA	2017	0.83	5	6	0.0092
254	_MLIA-2018	MLIA	2018	0.88	5	6	0.0359
255	_MLIA-2019	MLIA	2019	0.84	5	6	0.022
256	_MLPT-2015	MLPT	2015	1.85	3	6	0.0577
257	_MLPT-2016	MLPT	2016	2.39	3	6	0.0731
258	_MLPT-2017	MLPT	2017	1.15	4	6	0.0535
259	_MLPT-2018	MLPT	2018	1.39	6	6	0.0409
260	_MLPT-2019	MLPT	2019	0.93	6	6	0.0594
261	_MMLP-2015	MMLP	2015	1.67	4	2	0.0357
262	_MMLP-2016	MMLP	2016	1.16	4	2	0.1006
263	_MMLP-2017	MMLP	2017	0.86	5	3	0.0546
264	_MMLP-2018	MMLP	2018	0.72	5	3	0.0462
265	_MMLP-2019	MMLP	2019	0.37	5	3	0.0405
266	_MNCN-2015	MNCN	2015	2.17	3	8	0.0882
267	_MNCN-2016	MNCN	2016	2.09	3	7	0.1041
268	_MNCN-2017	MNCN	2017	1.57	3	7	0.1041
269	_MNCN-2018	MNCN	2018	0.95	3	8	0.0982
270	_MNCN-2019	MNCN	2019	0.84	5	8	0.1318
271	_MPMX-2015	MPPX	2015	0.78	5	3	0.0212
272	_MPMX-2016	MPPX	2016	0.87	6	3	0.0274
273	_MPMX-2017	MPPX	2017	0.97	6	5	0.0423
274	_MPMX-2018	MPPX	2018	0.55	6	5	0.3099
275	_MPMX-2019	MPPX	2019	0.55	6	4	0.0487
276	_MPPA-2015	MPPA	2015	2.21	9	4	0.0291
277	_MPPA-2016	MPPA	2016	1.83	9	4	0.0057
278	_MPPA-2017	MPPA	2017	1.23	7	5	-0.2291
279	_MPPA-2018	MPPA	2018	1.00	7	6	-0.1849
280	_MPPA-2019	MPPA	2019	1.14	7	5	-0.1446
281	_MTLA-2015	MTLA	2015	0.84	4	6	0.0663
282	_MTLA-2016	MTLA	2016	1.05	5	6	0.0805

283	_MTLA-2017	MTLA	2017	1.01	6	6	0.1131
284	_MTLA-2018	MTLA	2018	1.00	5	6	0.2889
285	_MTLA-2019	MTLA	2019	1.10	5	5	0.0798
286	_NRCA-2015	NRCA	2015	1.24	3	6	0.0994
287	_NRCA-2016	NRCA	2016	0.85	3	6	0.0473
288	_NRCA-2017	NRCA	2017	0.89	4	6	0.0655
289	_NRCA-2018	NRCA	2018	0.89	4	6	0.0523
290	_NRCA-2019	NRCA	2019	0.89	4	6	0.0411
291	_OASA-2015	OASA	2015	0.28	3	2	0.2104
292	_OASA-2016	OASA	2016	2.14	3	2	-0.028
293	_OASA-2017	OASA	2017	2.71	3	2	-0.0252
294	_OASA-2018	OASA	2018	2.72	2	2	-0.0155
295	_OASA-2019	OASA	2019	3.20	3	2	-0.0352
296	_OMRE-2015	OMRE	2015	0.22	8	8	-0.0282
297	_OMRE-2016	OMRE	2016	0.12	8	8	0.0747
298	_OMRE-2017	OMRE	2017	0.42	6	6	-0.0156
299	_OMRE-2018	OMRE	2018	0.83	6	6	0.0315
300	_OMRE-2019	OMRE	2019	0.51	6	7	-0.0142
301	_PALM-2015	PALM	2015	1.28	5	4	-0.0118
302	_PALM-2016	PALM	2016	1.23	5	4	0.0568
303	_PALM-2017	PALM	2017	1.27	5	4	0.0239
304	_PALM-2018	PALM	2018	1.12	6	4	-0.056
305	_PALM-2019	PALM	2019	0.72	6	4	-0.0303
306	_PDES-2015	PDES	2015	0.84	3	4	0.0173
307	_PDES-2016	PDES	2016	0.95	3	4	0.0546
308	_PDES-2017	PDES	2017	2.59	3	4	0.0655
309	_PDES-2018	PDES	2018	2.96	3	4	0.0062
310	_PDES-2019	PDES	2019	3.02	3	4	-0.0334
311	_PICO-2015	PICO	2015	0.70	3	2	0.0247
312	_PICO-2016	PICO	2016	0.79	3	2	0.0207
313	_PICO-2017	PICO	2017	0.76	3	2	0.0234
314	_PICO-2018	PICO	2018	0.81	3	2	0.0184
315	_PICO-2019	PICO	2019	1.56	3	2	0.0066
316	_PJAA-2015	PJAA	2015	1.81	3	6	0.0925
317	_PJAA-2016	PJAA	2016	1.34	3	6	0.0408
318	_PJAA-2017	PJAA	2017	1.03	4	6	0.0598
319	_PJAA-2018	PJAA	2018	0.98	4	6	0.0598
320	_PJAA-2019	PJAA	2019	0.86	4	5	0.0509
321	_PLAS-2015	PLAS	2015	5.66	2	2	-0.291
322	_PLAS-2016	PLAS	2016	1.75	2	2	-0.055
323	_PLAS-2017	PLAS	2017	0.63	2	2	-0.0387

324	_PLAS-2018	PLAS	2018	0.49	2	2	0.0021
325	_PLAS-2019	PLAS	2019	0.48	2	2	0.002
326	_PNBS-2015	PNBS	2015	1.18	3	3	0.0075
327	_PNBS-2016	PNBS	2016	1.00	3	3	0.0022
328	_PNBS-2017	PNBS	2017	1.05	3	3	0.1123
329	_PNBS-2018	PNBS	2018	0.94	2	6	0.0153
330	_PNBS-2019	PNBS	2019	0.95	3	6	0.0165
331	_PPRO-2015	PPRO	2015	0.65	4	5	0.0565
332	_PPRO-2016	PPRO	2016	1.20	4	5	0.0414
333	_PPRO-2017	PPRO	2017	1.53	4	5	0.0397
334	_PPRO-2018	PPRO	2018	1.08	5	5	0.0301
335	_PPRO-2019	PPRO	2019	0.90	2	4	0.0184
336	_PSKT-2015	PSKT	2015	2.90	3	6	-0.1566
337	_PSKT-2016	PSKT	2016	2.18	3	7	-0.0849
338	_PSKT-2017	PSKT	2017	1.17	3	7	-0.0685
339	_PSKT-2018	PSKT	2018	1.22	4	6	-0.0428
340	_PSKT-2019	PSKT	2019	1.26	4	6	-0.0307
341	_PTBA-2015	PTBA	2015	1.07	6	6	0.1206
342	_PTBA-2016	PTBA	2016	1.98	6	6	0.109
343	_PTBA-2017	PTBA	2017	1.66	8	9	0.2068
344	_PTBA-2018	PTBA	2018	2.38	6	6	0.2118
345	_PTBA-2019	PTBA	2019	1.47	6	6	0.1548
346	_PTPP-2015	PTPP	2015	1.98	6	6	0.0442
347	_PTPP-2016	PTPP	2016	1.41	6	6	0.0369
348	_PTPP-2017	PTPP	2017	1.05	6	6	0.0413
349	_PTPP-2018	PTPP	2018	0.90	6	6	0.0372
350	_PTPP-2019	PTPP	2019	0.87	6	6	0.0204
351	_PUDP-2015	PUDP	2015	0.61	3	2	0.0619
352	_PUDP-2016	PUDP	2016	0.62	3	2	0.0432
353	_PUDP-2017	PUDP	2017	0.65	3	2	0.0119
354	_PUDP-2018	PUDP	2018	0.61	3	2	0.0116
355	_PUDP-2019	PUDP	2019	0.66	3	2	0.008
356	_PWON-2015	PWON	2015	1.77	3	6	0.0746
357	_PWON-2016	PWON	2016	1.78	3	6	0.0861
358	_PWON-2017	PWON	2017	1.86	3	6	0.0867
359	_PWON-2018	PWON	2018	1.58	3	6	0.113
360	_PWON-2019	PWON	2019	1.36	3	7	0.1241
361	_RALS-2015	RALS	2015	1.27	6	5	0.0735
362	_RALS-2016	RALS	2016	2.11	5	6	0.0879
363	_RALS-2017	RALS	2017	2.03	5	5	0.0831
364	_RALS-2018	RALS	2018	1.89	5	5	0.1119

365	_RALS-2019	RALS	2019	1.60	4	5	0.1146
366	_RANC-2015	RANC	2015	1.20	3	6	-0.028
367	_RANC-2016	RANC	2016	1.55	3	6	0.0548
368	_RANC-2017	RANC	2017	1.07	3	6	0.045
369	_RANC-2018	RANC	2018	0.99	3	5	0.0552
370	_RANC-2019	RANC	2019	0.97	3	7	0.0582
371	_SCCO-2015	SCCO	2015	0.91	3	5	0.0897
372	_SCCO-2016	SCCO	2016	1.11	3	5	0.139
373	_SCCO-2017	SCCO	2017	0.78	3	4	0.0672
374	_SCCO-2018	SCCO	2018	0.73	3	4	0.0609
375	_SCCO-2019	SCCO	2019	0.71	3	5	0.0689
376	_SIDO-2015	SIDO	2015	3.02	5	4	0.1565
377	_SIDO-2016	SIDO	2016	2.69	5	4	0.1608
378	_SIDO-2017	SIDO	2017	2.74	3	5	0.169
379	_SIDO-2018	SIDO	2018	3.91	3	5	0.1988
380	_SIDO-2019	SIDO	2019	5.54	3	5	0.2283
381	_SILO-2015	SILO	2015	4.21	7	9	0.0207
382	_SILO-2016	SILO	2016	3.62	9	9	0.0234
383	_SILO-2017	SILO	2017	2.22	9	9	0.0136
384	_SILO-2018	SILO	2018	0.94	8	9	0.0034
385	_SILO-2019	SILO	2019	1.69	7	7	-0.043
386	_SIMP-2015	SIMP	2015	0.62	6	7	0.0115
387	_SIMP-2016	SIMP	2016	0.69	6	7	0.0187
388	_SIMP-2017	SIMP	2017	0.67	6	7	0.0208
389	_SIMP-2018	SIMP	2018	0.68	6	7	-0.0051
390	_SIMP-2019	SIMP	2019	0.69	6	7	-0.0183
391	_SIPD-2015	SIPD	2015	1.18	3	4	-0.1611
392	_SIPD-2016	SIPD	2016	0.91	3	4	0.0051
393	_SIPD-2017	SIPD	2017	1.20	3	4	-0.2991
394	_SIPD-2018	SIPD	2018	1.30	3	4	0.0118
395	_SIPD-2019	SIPD	2019	1.09	3	5	0.0322
396	_SMAR-2015	SMAR	2015	1.19	6	7	-0.0161
397	_SMAR-2016	SMAR	2016	1.08	7	7	0.0994
398	_SMAR-2017	SMAR	2017	0.94	8	6	0.0434
399	_SMAR-2018	SMAR	2018	0.98	8	6	0.0203
400	_SMAR-2019	SMAR	2019	1.03	8	6	0.0323
401	_SMMT-2015	SMMT	2015	1.20	3	3	-0.085
402	_SMMT-2016	SMMT	2016	1.14	3	3	-0.0287
403	_SMMT-2017	SMMT	2017	1.00	3	3	0.0552
404	_SMMT-2018	SMMT	2018	1.02	5	3	0.0939
405	_SMMT-2019	SMMT	2019	0.77	4	3	0.0715

406	_SMRA-2015	SMRA	2015	1.87	4	8	0.0567
407	_SMRA-2016	SMRA	2016	1.53	4	8	0.0291
408	_SMRA-2017	SMRA	2017	1.24	4	8	0.0246
409	_SMRA-2018	SMRA	2018	1.11	4	8	0.0296
410	_SMRA-2019	SMRA	2019	1.21	4	9	0.0251
411	_SMSM-2015	SMSM	2015	3.44	2	4	0.2078
412	_SMSM-2016	SMSM	2016	2.80	3	4	0.2227
413	_SMSM-2017	SMSM	2017	3.55	2	5	0.2273
414	_SMSM-2018	SMSM	2018	2.81	3	5	0.2261
415	_SMSM-2019	SMSM	2019	2.98	3	5	0.2055
416	_SONA-2015	SONA	2015	1.56	7	7	0.0305
417	_SONA-2016	SONA	2016	1.24	7	7	-0.0141
418	_SONA-2017	SONA	2017	1.22	7	7	0.0474
419	_SONA-2018	SONA	2018	1.90	7	7	0.0987
420	_SONA-2019	SONA	2019	2.03	7	7	0.0705
421	_SPMA-2015	SPMA	2015	0.70	5	4	-0.0195
422	_SPMA-2016	SPMA	2016	0.67	5	4	0.0375
423	_SPMA-2017	SPMA	2017	0.66	5	4	0.0424
424	_SPMA-2018	SPMA	2018	0.67	5	4	0.036
425	_SPMA-2019	SPMA	2019	0.72	5	4	0.0552
426	_SRSN-2015	SRSN	2015	0.93	6	6	0.027
427	_SRSN-2016	SRSN	2016	0.86	8	6	0.0154
428	_SRSN-2017	SRSN	2017	0.82	8	6	0.0271
429	_SRSN-2018	SRSN	2018	0.86	8	8	0.0564
430	_SRSN-2019	SRSN	2019	0.86	8	6	0.055
431	_SSIA-2015	SSIA	2015	1.00	6	4	0.0593
432	_SSIA-2016	SSIA	2016	0.82	6	4	0.014
433	_SSIA-2017	SSIA	2017	0.77	6	4	0.1402
434	_SSIA-2018	SSIA	2018	0.73	6	4	0.0121
435	_SSIA-2019	SSIA	2019	0.83	7	4	0.0168
436	_SSTM-2015	SSTM	2015	0.75	4	2	-0.0145
437	_SSTM-2016	SSTM	2016	1.24	5	2	-0.0217
438	_SSTM-2017	SSTM	2017	1.38	5	3	-0.0391
439	_SSTM-2018	SSTM	2018	1.56	5	2	0.5
440	_SSTM-2019	SSTM	2019	1.82	5	2	-0.0316
441	_TCID-2015	TCID	2015	1.77	6	11	0.264
442	_TCID-2016	TCID	2016	1.33	5	13	0.0741
443	_TCID-2017	TCID	2017	1.74	6	14	0.0758
444	_TCID-2018	TCID	2018	1.61	5	16	0.0707
445	_TCID-2019	TCID	2019	1.08	6	15	0.0569
446	_TGKA-2015	TGKA	2015	1.65	6	3	0.0741

447	_TGKA-2016	TGKA	2016	1.77	6	3	0.0786
448	_TGKA-2017	TGKA	2017	1.45	6	3	0.0871
449	_TGKA-2018	TGKA	2018	1.52	5	4	0.0914
450	_TGKA-2019	TGKA	2019	2.02	5	4	0.143
451	_TLKM-2015	TLKM	2015	2.32	6	9	0.1403
452	_TLKM-2016	TLKM	2016	2.65	9	9	0.1624
453	_TLKM-2017	TLKM	2017	2.69	9	10	0.1647
454	_TLKM-2018	TLKM	2018	2.23	8	9	0.1308
455	_TLKM-2019	TLKM	2019	2.22	7	8	0.1247
456	_TMAS-2015	TMAS	2015	1.79	3	5	0.178
457	_TMAS-2016	TMAS	2016	1.40	4	6	0.0916
458	_TMAS-2017	TMAS	2017	1.09	3	5	0.0183
459	_TMAS-2018	TMAS	2018	0.94	3	4	0.0122
460	_TMAS-2019	TMAS	2019	0.82	3	4	0.0308
461	_TOTL-2015	TOTL	2015	1.43	6	8	0.0672
462	_TOTL-2016	TOTL	2016	1.67	7	7	0.075
463	_TOTL-2017	TOTL	2017	1.41	6	9	0.0713
464	_TOTL-2018	TOTL	2018	1.25	6	9	0.0633
465	_TOTL-2019	TOTL	2019	1.13	6	9	0.0592
466	_TSPC-2015	TSPC	2015	1.56	5	10	0.0842
467	_TSPC-2016	TSPC	2016	1.64	5	9	0.0828
468	_TSPC-2017	TSPC	2017	1.41	5	10	0.075
469	_TSPC-2018	TSPC	2018	1.10	6	10	0.0686
470	_TSPC-2019	TSPC	2019	1.06	4	11	0.0711
471	_ULTJ-2015	ULTJ	2015	3.34	4	3	0.1477
472	_ULTJ-2016	ULTJ	2016	3.29	3	3	0.1639
473	_ULTJ-2017	ULTJ	2017	3.08	3	3	0.1372
474	_ULTJ-2018	ULTJ	2018	2.95	3	3	0.1263
475	_ULTJ-2019	ULTJ	2019	3.08	3	3	0.1559
476	_UNTR-2015	UNTR	2015	1.39	6	6	0.0452
477	_UNTR-2016	UNTR	2016	1.57	6	7	0.0797
478	_UNTR-2017	UNTR	2017	2.03	6	7	0.0933
479	_UNTR-2018	UNTR	2018	1.39	6	7	0.0988
480	_UNTR-2019	UNTR	2019	1.17	6	6	0.0997
481	_UNVR-2015	UNVR	2015	18.64	5	13	0.372
482	_UNVR-2016	UNVR	2016	18.40	5	10	0.3816
483	_UNVR-2017	UNVR	2017	23.29	5	10	0.3705
484	_UNVR-2018	UNVR	2018	17.68	5	10	0.4666
485	_UNVR-2019	UNVR	2019	16.26	5	11	0.358
486	_VOKS-2015	VOKS	2015	0.97	7	6	0.0002
487	_VOKS-2016	VOKS	2016	1.33	6	6	0.0959

488	_VOKS-2017	VOKS	2017	1.23	6	6	0.0788
489	_VOKS-2018	VOKS	2018	1.13	7	6	0.0424
490	_VOKS-2019	VOKS	2019	1.19	5	5	0.0687
491	_WAPO-2015	WAPO	2015	0.47	2	2	0.0025
492	_WAPO-2016	WAPO	2016	0.55	2	3	-0.0941
493	_WAPO-2017	WAPO	2017	0.72	2	3	0.0063
494	_WAPO-2018	WAPO	2018	0.63	2	3	0.0188
495	_WAPO-2019	WAPO	2019	1.10	2	3	-0.0279
496	_WICO-2015	WICO	2015	0.71	5	3	0.0129
497	_WICO-2016	WICO	2016	0.71	5	3	0.0143
498	_WICO-2017	WICO	2017	1.95	5	3	0.411
499	_WICO-2018	WICO	2018	2.25	3	2	-0.0548
500	_WICO-2019	WICO	2019	1.62	3	2	-0.0396
501	_WIKA-2015	WIKA	2015	1.49	7	7	0.0359
502	_WIKA-2016	WIKA	2016	1.27	8	8	0.0369
503	_WIKA-2017	WIKA	2017	0.98	6	6	0.0297
504	_WIKA-2018	WIKA	2018	0.96	6	6	0.035
505	_WIKA-2019	WIKA	2019	0.98	7	7	0.0422
506	_WTON-2015	WTON	2015	2.11	6	6	0.0385
507	_WTON-2016	WTON	2016	2.01	7	7	0.0603
508	_WTON-2017	WTON	2017	1.23	7	7	0.0482
509	_WTON-2018	WTON	2018	1.02	6	6	0.0548
510	_WTON-2019	WTON	2019	1.04	6	6	0.0494
511	_YPAS-2015	YPAS	2015	1.74	3	2	-0.0354
512	_YPAS-2016	YPAS	2016	2.50	3	2	-0.039
513	_YPAS-2017	YPAS	2017	2.70	3	2	-0.0477
514	_YPAS-2018	YPAS	2018	2.22	3	2	-0.0273
515	_YPAS-2019	YPAS	2019	1.88	3	2	0.0125

LAMPIRAN 2

Hasil Analisis Deskriptif

	TQ	BOD	BOC	ROA
Mean	1.622660	5.192233	4.508738	0.052971
Median	1.160000	5.000000	4.000000	0.049500
Maximum	23.29000	16.00000	12.00000	0.716000
Minimum	0.030000	2.000000	1.000000	-0.600200
Std. Dev.	2.010996	2.251661	1.883117	0.101076
Skewness	6.839416	0.980966	0.685423	-0.201771
Kurtosis	60.25109	4.631140	2.973826	14.57677
Jarque-Bera Probability	74348.79 0.000000	139.6894 0.000000	40.33959 0.000000	2879.375 0.000000
Sum	835.6700	2674.000	2322.000	27.28020
Sum Sq. Dev.	2078.671	2605.969	1822.711	5.251168
Observations	515	515	515	515

LAMPIRAN 3

Hasil Uji Multikolinearitas

	BOD	BOC	ROA
BOD	1.000000	0.540799	0.189876
BOC	0.540799	1.000000	0.089727
ROA	0.189876	0.089727	1.000000

LAMPIRAN 4

Hasil Uji Heteroskedastisitas-Model Pers.1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.054924	0.006496	8.454995	0.0000
BOD	-0.005022	0.001168	-4.299491	0.0000
BOC	0.001214	0.001369	0.887017	0.3755
R-squared	0.037659	Mean dependent var		0.034220
Adjusted R-squared	0.034041	S.D. dependent var		0.052600
S.E. of regression	0.051697	Akaike info criterion		-3.081245
Sum squared resid	1.421808	Schwarz criterion		-3.057233
Log likelihood	827.2331	Hannan-Quinn criter.		-3.071850
F-statistic	10.40922	Durbin-Watson stat		1.346998
Prob(F-statistic)	0.000037			

LAMPIRAN 5

Hasil Uji Heteroskedastisitas-Model Pers.2

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.437130	0.139104	3.142479	0.0018
BOD	-0.026469	0.023100	-1.145886	0.2525
BOC	-0.000936	0.022646	-0.041343	0.9670

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.564957	Mean dependent var	0.295473
Adjusted R-squared	0.454605	S.D. dependent var	0.417323
S.E. of regression	0.308196	Akaike info criterion	0.663599
Sum squared resid	38.94388	Schwarz criterion	1.528914
Log likelihood	-65.87667	Hannan-Quinn criter.	1.002717
F-statistic	5.119571	Durbin-Watson stat	2.622518
Prob(F-statistic)	0.000000		

LAMPIRAN 6

Hasil Uji Heteroskedastisitas-Model Pers.3

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.296887	0.051997	5.709743	0.0000
BOD	0.003784	0.009734	0.388764	0.6976
BOC	-0.012344	0.011474	-1.075866	0.2825
ROA	0.650406	0.183137	3.551473	0.0004

R-squared	0.026869	Mean dependent var	0.295332
Adjusted R-squared	0.021156	S.D. dependent var	0.416409
S.E. of regression	0.411981	Akaike info criterion	1.072058
Sum squared resid	86.73126	Schwarz criterion	1.105023
Log likelihood	-272.0551	Hannan-Quinn criter.	1.084977
F-statistic	4.703030	Durbin-Watson stat	1.224367
Prob(F-statistic)	0.003000		

LAMPIRAN 7

Hasil Chow Test metode WLS/GLS-Model Pers.1

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	32.485480	(106,426)	0.0000

LAMPIRAN 8

Hasil Hausman Test -Model Pers.1

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	8.473933	2	0.0145

LAMPIRAN 9

Fix Effect Model Terpilih metode GLS/WLS-Model Pers.1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.040895	0.008124	5.033647	0.0000
BOD	0.000680	0.001435	0.474092	0.6357
BOC	0.001636	0.001436	1.138696	0.2555

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.898383	Mean dependent var	0.183710
Adjusted R-squared	0.872621	S.D. dependent var	0.229184
S.E. of regression	0.067408	Sum squared resid	1.935694
F-statistic	34.87242	Durbin-Watson stat	1.807708
Prob(F-statistic)	0.000000		

LAMPIRAN 10

Hasil Chow Test metode OLS-Model Pers.2

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

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	53.866871	(102,410)	0.0000
Cross-section Chi-square	1373.659235	102	0.0000

LAMPIRAN 11

Hasil Hausman Test-Model Pers.2

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	7.359207	2	0.0252

LAMPIRAN 12

Fixed Effect Model Terpilih metode OLS untuk Model Pers.2

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.007374	0.258492	7.765724	0.0000
BOD	0.018537	0.042925	-0.431847	0.6661
BOC	-0.106674	0.042083	-2.534844	0.0116
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.935305	Mean dependent var	1.622660	
Adjusted R-squared	0.918895	S.D. dependent var	2.010996	
S.E. of regression	0.572711	Akaike info criterion	1.902886	
Sum squared resid	134.4791	Schwarz criterion	2.768202	
Log likelihood	-384.9932	Hannan-Quinn criter.	2.242005	
F-statistic	56.99473	Durbin-Watson stat	1.510993	
Prob(F-statistic)	0.000000			

LAMPIRAN 13

Hasil Chow Test metode GLS/WLS-Model Pers.3

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	60.236666	(102,409)	0.0000

LAMPIRAN 14

Hasil Hausman Test-Model Pers.3

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	46.061809	3	0.0000

LAMPIRAN 15

Fixed Effect Model Terpilih metode GLS/WLS-Model Pers.3

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.881727	0.070978	26.51157	0.0000
BOD	0.013686	0.010634	-1.286961	0.1988
BOC	-0.069724	0.011117	-6.272009	0.0000
ROA	-0.297564	0.095699	-3.109364	0.0020
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0.944877	Mean dependent var	3.892174	
Adjusted R-squared	0.930725	S.D. dependent var	3.484677	
S.E. of regression	0.564054	Sum squared resid	130.1262	
F-statistic	66.76875	Durbin-Watson stat	1.581736	
Prob(F-statistic)	0.000000			

LAMPIRAN 16

Hasil Uji Sobel Substruktur I

Input:		Test statistic:	Std. Error:	p-value:
a	0.000680	Sobel test: -0.46845869	0.00043193	0.63945661
b	-0.297564	Aroian test: -0.44643791	0.00045324	0.65528095
s _a	0.001435	Goodman test: -0.49409647	0.00040952	0.62123805
s _b	0.095699	Reset all	Calculate	

LAMPIRAN 17

Hasil Uji Sobel Substruktur II

Input:		Test statistic:	Std. Error:	p -value:
a	0.001636	Sobel test: -1.06973109	0.00045508	0.28474037
b	-0.297564	Aroian test: -1.02405787	0.00047538	0.30580794
s_a	0.001436	Goodman test: -1.12211659	0.00043384	0.26181287
s_b	0.095699	Reset all	Calculate	

