

PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE DAN KINERJA PERUSAHAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN PUBLIK SEKTOR PROPERTI DAN REAL ESTAT DI INDONESIA

Nathasya Wijaya¹, Njo Anastasia^{2*}

^{1,2*}Finance and Investment Program, School of Business & Management, Universitas Kristen Petra
Email: *anas@petra.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini menguji pengaruh *corporate governance* dan kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan sektor properti dan real estat di Indonesia. Pengukuran *corporate governance* menggunakan ukuran direksi, komisaris independen, remunerasi, umur komisaris, dan umur CEO. Kinerja perusahaan diukur dari sisi likuiditas, solvabilitas, dan profitabilitas. Nilai perusahaan diukur dengan *price to book value* (PBV). Laporan keuangan perusahaan sektor properti dan real estat dipilih secara *purposive* untuk periode 2011-2020, sehingga diperoleh 31 perusahaan yang diolah menggunakan regresi logistik. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *corporate governance* yaitu ukuran direksi dan umur CEO serta kinerja perusahaan yaitu solvabilitas dan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

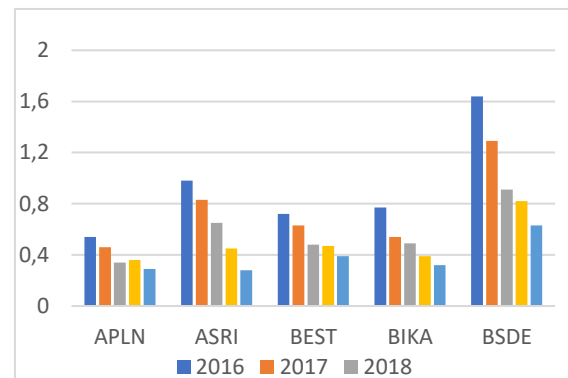
Kata kunci: *corporate governance*, kinerja perusahaan, nilai perusahaan.

1. PENDAHULUAN

Sektor properti & real estat merupakan salah satu pilihan investasi untuk periode jangka panjang. Namun perkembangan sejak tahun 2011-2020 mengalami penurunan pada *Price to Book Value* (PBV) seperti yang terjadi pada Agung Podomoro Land Tbk, Alam Sutera Realty Tbk, Bekasi Asri Pemula Tbk, Bumi Citra Permai Tbk, Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk. Perusahaan dengan nilai PBV menurun mengindikasikan turunnya kepercayaan pasar terhadap prospek perusahaan.

Cinantya & Merkusiwati (2015) menyatakan sektor properti & real estat sebagai sektor yang sulit diprediksi dan memiliki risiko tinggi, pasang surut sektor ini mengikuti perkembangan ekonomi. Ketika kondisi ekonomi baik, peluang penjualan properti besar karena semakin banyak masyarakat yang mampu membeli tanah dan bangunan. Pada saat terjadi kenaikan inflasi atau suku bunga, penjualan properti turut mengalami penurunan disebabkan pembelian properti lebih menggunakan pendanaan utang (Asofani, 2018). Pendanaan pada sektor properti tertuju pada periode jangka panjang sehingga membutuhkan waktu yang cukup lama untuk diubah menjadi kas, akibatnya kinerja

perusahaan developer menerima dampak negatif jika tidak mampu membayar utang sesuai periode jatuh tempo (Kusumaningrum & Mawardi, 2011).



Gambar 1. *Price to Book Value* Perusahaan sektor Properti & Real Estat Tahun 2016-2020
Sumber: Bloomberg 2021, data diolah

Keberhasilan perusahaan akibat penerapan strategi yang dipilih untuk kepentingan perusahaan, salah satunya strategi penerapan sistem *corporate governance* (tata kelola) dalam perusahaan. Tata kelola perusahaan menjadi salah satu syarat utama manajemen yang baik pada perusahaan. Tata kelola yang stabil akan membuat perusahaan

mampu mengelola dan menjaga kestabilan nilai perusahaan, namun proses untuk memaksimalkan nilai perusahaan akan menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Penelitian ini difokuskan pada dewan direksi karena direksi tidak hanya melindungi kepentingan shareholder melalui kontrol efektif atas kinerja manajerial, tetapi juga berpotensi memberikan layanan berharga pada perusahaan dalam membentuk postur strategisnya (Zahra & Pearce, 1989).

Pengukuran *corporate governance* pada perusahaan sektor properti dan real estat menggunakan ukuran direksi, proporsi komisaris independen, remunerasi, umur komisaris, dan umur CEO. Kelima indikator tersebut berpengaruh dalam pengambilan keputusan yang berdampak pada kepercayaan stakeholder terhadap perusahaan. Shakir (2008) menyatakan ukuran direksi yang besar menciptakan kordinasi, komunikasi yang dapat membuat keputusan menjadi kurang efektif. Purwatini (2011) menyebutkan komisaris independen membantu dalam perencanaan strategi jangka panjang perusahaan dan secara berkala perlu melakukan review atas implementasi strategi, sehingga dapat memberikan keuntungan tinggi bagi perusahaan. Mariano et al. (2020) juga menyatakan remunerasi direktur yang tinggi dapat meningkatkan motivasi juga kinerja perusahaan, dan ketika kinerja perusahaan meningkat maka nilai perusahaan juga akan meningkat seiring bertambahnya kekayaan shareholder. Umur komisaris dan CEO adalah proksi dari pengalaman komisaris dan CEO, saat seseorang yang menjabat sebagai komisaris atau CEO telah berumur maka individu tersebut tidak terbuka terhadap trend yang ada dan berusaha menghindari risiko. Hal ini dipercaya bahwa keputusan yang diambil akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan (Cline & Yore, 2016). Stakeholder merasa keputusan yang diambil tidak mampu menyelesaikan masalah perusahaan seperti kesulitan arus kas, besarnya jumlah utang, ataupun kerugian dalam kegiatan operasional, juga tidak dapat memberikan solusi bagi perusahaan untuk menghadapi permasalahan eksternal seperti pandemi Covid-19.

Penelitian sebelumnya juga menunjukkan terdapat faktor lain yang

mempengaruhi nilai perusahaan yaitu stuktur modal yang optimal bagi perusahaan atau tingkat penggunaan utang yang dapat meningkatkan nilai perusahaan (Handriani & Robiyanto, 2018). Likuiditas berhubungan dengan pendapatan karena likuiditas perusahaan menunjukkan jumlah modal kerja yang diperlukan perusahaan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Perencanaan dan pengawasan pada likuiditas perusahaan sangat penting karena dapat menghindarkan perusahaan dari risiko tidak terpenuhinya pembiayaan jangka pendek serta kelebihan aktiva lancar. Tingkat likuiditas perusahaan yang tinggi akan menyebabkan risiko perusahaan untuk gagal bayar menurun. Hal ini akan mempengaruhi minat investor untuk menginvestasikan dananya. Solvabilitas diperlukan untuk mengetahui kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjang juga besarnya penggunaan utang pada perusahaan. Kasmir (2012) menyebutkan jika perusahaan memiliki rasio solvabilitas yang tinggi akan berdampak pada munculnya risiko kerugian yang lebih besar, dan menyebabkan turunnya kepercayaan *stakeholder* sehingga berdampak pada nilai perusahaan. Profitabilitas memegang peranan penting untuk menjaga keberlanjutan perusahaan dan berpengaruh signifikan terhadap tujuan keuangan perusahaan lainnya yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Setiadewi & Purbawangsa (2015) menyatakan bahwa perusahaan yang berhasil meningkatkan profitabilitas dapat meningkatkan kepercayaan investor dalam memberikan dananya untuk dikelola oleh perusahaan.

Penelitian ini mengacu pada Li et al., (2020) yang meneliti tentang pengaruh *corporate governance* terhadap kesulitan keuangan perusahaan di China. Di Indonesia, kondisi perkembangan sektor properti dan real estat mulai periode 2011-2020, dimana tahun 2013 adanya fenomena tingginya permintaan pada properti sehingga terjadi *bubble market*. *Bubble market* properti adalah situasi meningkatnya harga perumahan akibat meningkatnya permintaan dan spekulasi tinggi kemudian permintaan berhenti, sehingga menyebabkan kelebihan pasokan dan harga perumahan mengalami penurunan yang tajam (Can, 2012). Tahun 2015, sektor properti & real estat juga mengalami penurunan akibat regulasi dari pemerintah melalui Bank Indonesia terkait

regulasi *loan to value* (LTV) untuk kredit properti, serta *financing to value* (FTV) untuk pembiayaan properti. Regulasi tersebut membuat masyarakat kesulitan untuk membeli hunian (Bachdar, 2018). Selanjutnya, sejak Maret 2020 dengan diberlakukannya pembatasan kegiatan akibat pandemi Covid-19 membuat sektor ini semakin lesu. Fenomena tersebut menjadi menarik diteliti sesuai dengan tujuan penelitian yaitu menguji pengaruh *corporate governance* dan kinerja perusahaan dari sisi likuiditas, solvabilitas dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan publik di sektor properti dan real estat.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan berdasarkan kondisi pasar sangat penting untuk menunjukkan kemakmuran *shareholders* (Brigham & Houston, 2009). Nilai perusahaan merupakan indikator performa manajer keuangan di perusahaan sebab nilai perusahaan diartikan sebagai persepsi *stakeholder* terhadap tingkat keberhasilan perusahaan. Semakin tinggi harga saham menunjukkan perusahaan memiliki nilai yang tinggi sehingga kemakmuran *shareholder* turut meningkat. Kekayaan yang dimiliki *shareholder* dan perusahaan merupakan refleksi dari keputusan investasi, keuangan, dan manajemen aset. Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan aset sehingga kemakmuran *shareholder* turut meningkat. Pengukuran yang cocok digunakan dalam mengukur nilai perusahaan adalah penilaian yang menggambarkan perbandingan antara risiko dan return. Penilaian dapat menggunakan rasio keuangan seperti *Price Earning Ratio* (PER), *Price/Cash Flow Ratio*, dan *Price to Book Value Ratio* (PBV). PBV merupakan rasio yang menunjukkan hubungan harga pasar saham perusahaan dengan book value perusahaan. Menurut Sitepu (2016), ada beberapa keuntungan jika menggunakan PBV:

1. Dapat dibandingkan dengan harga pasar karena PBV relatif stabil
2. Dapat dibandingkan dengan perusahaan serupa untuk identifikasi *undervaluation* atau *overvaluation*
3. Dapat mengevaluasi perusahaan yang memiliki pendapatan negatif

Pengukuran nilai perusahaan dengan menggunakan PBV akan menunjukkan tingkat keberlanjutan perusahaan di mata investor, sebab PBV digunakan untuk mengetahui nilai pasar yang akan mempengaruhi keputusan investor dalam menentukan saham yang ingin dibeli. Perusahaan dengan kinerja baik memiliki rasio PBV di atas 1, maka nilai pasar saham lebih besar dari nilai buku. Tingginya nilai PBV membuat pasar percaya mengenai prospek perusahaan di masa depan dan mengindikasikan kemakmuran pemegang saham. Piotroski (2000) menemukan perusahaan yang sedang mengalami kesulitan keuangan memiliki PBV rendah yaitu di bawah 1, maka saham tersebut memiliki harga murah karena nilai buku lebih besar daripada harga pasar. Harga murah memperlihatkan perusahaan tidak mampu menghasilkan keuntungan di kemudian hari. Nilai PBV rendah juga dapat disebabkan besarnya utang yang dimiliki perusahaan dan menunjukkan penurunan kualitas dan kinerja fundamental perusahaan (Setianto, 2016). Damodaran (1997) menyatakan bahwa kesulitan keuangan perusahaan dapat terjadi akibat faktor internal dan faktor eksternal. Faktor internal merupakan faktor dan kondisi yang muncul di dalam perusahaan dan bersifat mikro ekonomi. Faktor internal yang mempengaruhi kesulitan keuangan adalah: (1) kesulitan arus kas, (2) besarnya jumlah utang, dan (3) kerugian dalam kegiatan operasional selama beberapa tahun. Faktor eksternal adalah faktor yang terjadi di luar perusahaan bersifat makro ekonomi yang mampu mempengaruhi kesulitan keuangan baik langsung atau tidak langsung.

Whitaker (1999) menyatakan bahwa nilai perusahaan yang mengalami penurunan ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Penurunan tersebut disebabkan kinerja perusahaan yang tidak baik sehingga berdampak pada keuntungan (profit) perusahaan secara keseluruhan. Apabila penurunan profit dibiarkan terus menerus akan berdampak terjadinya *financial distress* (Hasugian, 2018). Siahaan (2017) menyatakan perusahaan yang mengalami *financial distress* akan berdampak turunnya minat investor sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan. Pergerakan harga saham berhubungan langsung dengan nilai perusahaan yang mengalami *financial distress* sehingga mengurangi kemakmuran

pemegang saham. Kesulitan keuangan pada perusahaan akibat peningkatan modal eksternal merupakan indikasi perusahaan tidak dapat menciptakan arus kas internal yang cukup untuk membayar kewajiban, sehingga *book to market equity* rendah sebagai indikator keadaan keuangan yang lemah (Piotroski, 2000). Fama & French (1998) menunjukkan perusahaan dengan nilai *book to market equity* rendah, memiliki pendapatan yang rendah, solvabilitas tinggi, lebih banyak ketidakpastian pendapatan, dan ada kemungkinan memotong pembayaran dividen

Tata Kelola Perusahaan (*Corporate Governance*)

Merino et al. (2010) dan Goodwin-Stewart & Kent (2006) menyatakan kepercayaan publik melemah terhadap sistem *corporate governance*, sehingga untuk mengembalikan kepercayaan dan mengatasi masalah manajemen adalah memperbaiki tata kelola. Tata kelola dilakukan untuk meningkatkan akuntabilitas perusahaan bagi shareholder guna menaikkan atau menopang kepercayaan di pasar saham (Cole, 1998; Wright & Chiplin, 1999). Millstein (1993) mengartikan *corporate governance* dari perspektif agency adalah mekanisme melalui kontrol manajer yang dimonitor dan dipegang secara adil untuk meningkatkan keuntungan perusahaan dan pemegang saham. *Corporate governance* juga memiliki *benchmarking* untuk mengetahui apakah perusahaan telah melakukan tata kelola dengan baik atau tidak. Dari pengertian di atas, *corporate governance* adalah sejumlah aturan, prinsip, dan kriteria yang mengatur hubungan antara manajemen dan pemegang saham untuk tujuan memfasilitasi kontrol dan pengawasan terhadap kepentingan saham juga mencapai pemanfaatan yang optimal dari sumber daya dan aset perusahaan.

Indikator pengukuran *corporate governance* dapat menggunakan ukuran direksi, komisaris independen, remunerasi, karakter personal (pengalaman direksi, pengetahuan direksi, dan keragaman direksi). Ukuran direksi merujuk pada jumlah anggota dewan direksi perusahaan. Dewan direksi memiliki wewenang dan bertanggung jawab penuh atas kegiatan perusahaan untuk kepentingan dan tujuan perusahaan, serta mewakili perusahaan di dalam

dan di luar pengadilan. Teori keagenan menyatakan ada dua masalah utama terkait ukuran direksi yang besar yaitu masalah komunikasi dan koordinasi dewan (Jensen, 1993) yang dapat menciptakan konflik. Sebaliknya, ukuran direksi yang besar memberikan keuntungan bagi perusahaan dari sisi *resource dependence* (Goodstein et al., 1994). Dewan komisaris mengawasi hasil kerja direksi sebagai pihak yang mengatur kegiatan perusahaan (Wardhani, 2007). Dewan komisaris tidak turut serta dalam pengambilan keputusan operasional. Bukhori (2012) menyebutkan bahwa perusahaan yang terdaftar di bursa efek harus memiliki komisaris independen dengan jumlah perbandingan antara komisaris independen dan jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham minoritas (*non-controlling stakeholders*) adalah sama, minimal 30% dari seluruh jumlah dewan komisaris. Remunerasi merupakan “sesuatu” yang didapat karyawan sebagai bentuk imbalan atas partisipasinya terhadap perusahaan. Remunerasi tidak hanya sekedar gaji, tetapi mencakup semua bentuk imbalan, baik uang maupun barang, diberikan secara langsung atau tidak langsung, bersifat rutin atau tidak rutin (Surya, 2004). Remunerasi bisa dijadikan alat untuk mencapai visi dan misi perusahaan dengan tujuan menarik pegawai yang terampil, mempertahankan pegawai yang berkualitas, memotivasi pegawai untuk bekerja dengan efektif, membentuk perilaku yang baik, dan menjadi alat untuk mengendalikan pengeluaran. Direksi perusahaan memiliki karakter personal berupa *skill*, informasi dan pengalaman untuk melakukan pemantauan dan pengelolaan perusahaan yang efektif (Hillman & Dalziel, 2003) yang diukur menggunakan pengalaman manajerial direksi (Gray & Nowland, 2013), pengetahuan direksi (Bennett & Robson, 2004; Daily et al., 2002), dan keragaman direksi (Hillman & Dalziel, 2003).

H₁: *Corporate governance* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan

Kinerja Keuangan Perusahaan

Hubungan likuiditas perusahaan terhadap nilai perusahaan

Kinerja keuangan perusahaan adalah kemampuan perusahaan dalam mengatur dan mengendalikan modal yang dimiliki

perusahaan. Kinerja keuangan menjadi salah satu analisis untuk mengetahui sejauh mana perusahaan telah melakukan kegiatan sesuai peraturan pelaksanaan keuangan (Fahmi, 2012). Subramanyan & Wild (2014) menggunakan pengukuran kinerja keuangan yaitu rasio keuangan terdiri dari rasio likuiditas, rasio solvabilitas, rasio aktivitas, dan rasio profitabilitas. Likuiditas memperlihatkan kemampuan perusahaan dalam membiayai kegiatan juga membayar utang jangka pendek. Yanti & Dwiranda (2019) menemukan bahwa adanya hubungan signifikan antara likuiditas perusahaan dengan nilai perusahaan. Perusahaan yang mampu memenuhi kewajibannya saat jatuh tempo menunjukkan likuiditas perusahaan dan menunjukkan kesempatan perusahaan untuk berkembang lebih besar. Perusahaan yang mempunyai tingkat likuiditas baik akan mudah untuk mendapatkan modal dan menunjukkan nilai perusahaan yang tinggi. Farooq & Masood (2016) menyatakan perusahaan dengan likuiditas tinggi dianggap memiliki performa yang baik oleh investor. Perusahaan dapat memperoleh dana yang dibutuhkan untuk memaksimalkan keuntungan perusahaan sehingga dapat membayar utang jangka pendek yang memberikan sinyal positif bagi investor (Fajaria & Isnalita, 2019).

H₂: Likuiditas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan

Hubungan solvabilitas perusahaan terhadap nilai perusahaan

Semakin tinggi solvabilitas perusahaan menunjukkan jumlah modal pinjaman yang digunakan perusahaan untuk berinvestasi agar menghasilkan keuntungan semakin besar bagi perusahaan. Kasmir (2012) menyatakan apabila perusahaan memiliki rasio solvabilitas yang tinggi akan berdampak pada risiko kerugian yang lebih besar, tetapi tidak menutup kemungkinan untuk memperoleh laba yang besar juga. Sebaliknya, jika perusahaan memiliki rasio solvabilitas lebih rendah tentu memiliki risiko kerugian yang lebih kecil terutama pada saat perekonomian menurun. Dampak ini akan mengakibatkan rendahnya tingkat penghasilan atau *return* pada saat perekonomian tinggi hingga mempengaruhi tingkat kepercayaan investor terhadap

perusahaan dan selanjutnya mempengaruhi nilai perusahaan (Abrori & Suwitho, 2019).

H₃: Solvabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan

Hubungan profitabilitas perusahaan dengan nilai perusahaan

Kinerja keuangan perusahaan yang baik memberikan kepercayaan yang tinggi pada stakeholder, karena perusahaan mampu memenuhi harapan stakeholder terutama investor dan kreditor. Khafid (2018) menemukan perusahaan dengan kemampuan yang dapat memaksimalkan laba akan mempunyai kinerja keuangan yang kuat. Perusahaan dengan laba yang besar mampu melakukan pengungkapan keuangan lebih luas dibandingkan perusahaan yang memiliki laba lebih kecil. Setiadewi & Purbawangsa (2015) menyatakan keberhasilan perusahaan dalam meningkatkan profitabilitas dapat meningkatkan kepercayaan investor dalam memberikan dananya untuk dikelola oleh perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang bagus memberikan pandangan positif bagi investor sehingga mereka merespon pada peningkatan harga saham juga nilai perusahaan (Sujoko & Soebiantoro, 2017).

H₄: Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini menggunakan variabel kontrol yaitu karakteristik perusahaan dengan menggunakan indikator usia perusahaan sebagai petunjuk tingkat kematangan suatu perusahaan dan ukuran perusahaan. Saat sebuah perusahaan telah lama berdiri membuat banyak investor tertarik menanamkan modal di perusahaan tersebut dibandingkan perusahaan yang baru berdiri. Ini didasari dengan keberhasilan perusahaan untuk tetap berdiri sehingga menunjukkan kemampuan perusahaan untuk tetap bersaing. Keberlangsungan hidup yang tetap terjaga menarik minat para *stakeholder* sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan (Yulianto & Widayari, 2020). Selanjutnya, ukuran perusahaan memiliki dampak lebih besar pada peningkatan keuntungan dan nilai perusahaan (Hansen, 2014) Niresh & Velnampy (2014) menyebutkan perusahaan berukuran lebih besar cenderung

relatif stabil dalam menghasilkan keuntungan demikian juga sebaliknya. Ketika ukuran perusahaan kecil, perusahaan memiliki tingkat efisiensi yang rendah juga leverage financial lebih tinggi. Tentunya hal ini membuat *stakeholder* akan jauh lebih berhati-hati dalam melakukan investasi dan cenderung memilih perusahaan dengan ukuran besar karena memiliki tingkat risiko yang lebih kecil.

2. METODE PENELITIAN

Penelitian kuantitatif pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efe Indonesia (BEI) pada sektor properti & real estat selama 2011-2020 menampilkan 74 perusahaan. Secara teknik *purposive sampling* dengan kriteria bahwa perusahaan properti & real estat yang terdaftar di BEI selama periode penelitian menyajikan laporan tahunan dan keuangan secara lengkap maka diperoleh 31 perusahaan. Sumber data laporan keuangan diperoleh dari *Bloomberg* dan *IDX*. Variabel yang diteliti menggunakan indikator yang ditampilkan di Tabel 1.

Tabel 1. Variabel dan Indikator Penelitian

Variabel	Rumus
Variabel dependen – Nilai Perusahaan (Y)	
<i>Price to Book Ratio</i>	$\text{Market price per share} / \text{Book value per share}$ (1 jika $\text{PBV} < 1$; 0 jika $\text{PBV} > 1$)
Variabel independen – Corporate Governance (X_1)	
Ukuran Direksi	Jumlah direksi per perusahaan
Proporsi Komisaris Independen	Total Komisaris independen / Jumlah komisaris
Remunerasi	Gaji direksi / Jumlah gaji keseluruhan
Umur Komisaris	Usia seseorang yang menjabat sebagai komisaris utama
Umur CEO	Usia seseorang yang menjabat sebagai CEO
Kinerja Perusahaan (X_2)	
Rasio Likuiditas	$\text{Current ratio} = \text{Aktiva lancar} / \text{Utang lancar}$
Rasio Solvabilitas	$\text{Debt to Asset Ratio} = \text{Total debt} / \text{Total Assets}$ $\text{Debt to Equity Ratio} = \text{Total debt} / \text{Shareholder's equity}$
Rasio Profitabilitas	$\text{ROA} = [\text{Net income} + \text{interest expense} \times (1 - \text{tax})] / \text{Average total assets}$
Variabel Kontrol - Karakteristik Perusahaan (X_3)	
Umur Perusahaan	Tahun sekarang – Tahun pendirian perusahaan

Variabel	Rumus
Ukuran Perusahaan	$\text{Log}(\text{Total Assets})$

Sumber: Asnawi & Wijaya (2005); Bukhori (2012); Collins & Porras (2001); Gray & Nowland (2013); Jensen (1993); Setianto (2016); Subramanyan & Wild (2014)

Analisis logit digunakan untuk menganalisis data kuantitatif yang mencerminkan dua pilihan disebut *binary logistic regression* menggunakan SPSS. Regresi logistik bertujuan untuk menguji apakah probabilitas terjadinya variabel dependen dapat diprediksi dengan variabel independen. Penggunaan metode regresi tidak memerlukan asumsi normalitas pada variabel independen, artinya variabel penjelas tidak harus memiliki distribusi normal, linear, maupun memiliki varian yang sama dalam setiap kelompok. *Logistic regression* juga mengabaikan masalah *heteroscedacity*. Tahapan pengujian regresi dimulai dari uji kelayakan model regresi untuk memastikan model dapat digunakan untuk menguji hipotesis penelitian. Menurut Ghozali (2018) bahwa tahapan uji meliputi:

- Log Likelihood Value* merupakan probabilitas bahwa model yang dihipotesakan menjelaskan data input. Untuk menguji hipotesis nol dan alternative dilakukan transformasi menjadi *-2log likelihood* dengan membandingkan nilai *-2LL* awal dengan *-2LL* pada langkah berikutnya. Jika nilai *-2LL block number = 0* lebih besar dari nilai *-2LL block number = 1*, maka penurunan (*-2LogL*) menunjukkan bahwa model regresi yang lebih baik.
- Omnibus Test of Model Coefficients* untuk mengetahui kemampuan variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen secara simultan.
- Koefisien determinasi (*Nagelkerke R-Square*) digunakan untuk mengukur seberapa besar kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Apabila nilai koefisien determinasi semakin besar atau mendekati angka 1, maka variabel independen dapat menjelaskan variasi variabel dependen dengan lebih baik.
- Uji *Hosmer & Lemeshow's Goodness of Fit* digunakan untuk menguji H_0 bahwa data empiris cocok atau sesuai dengan model. Jika nilai *p-value Hosmer & Lemeshow's*

Goodness of Fit $\geq 0,05$ maka model dapat memprediksi nilai observasi penelitian dan model dapat diterima. Jika nilai *p-value* $< 0,05$, artinya ada perbedaan yang signifikan antara model dan nilai observasi karena model tidak dapat memprediksi nilai observasi penelitian.

- e. Pengujian hipotesa dapat menggunakan uji Wald (uji t). Apabila *p-value* $< 0,05$ maka variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, sebaliknya jika *p-value* $\geq 0,05$ maka variabel *independen* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian dilakukan pada sektor properti & real estat yang terdaftar di BEI pada tahun 2011 hingga 2020 dan telah diseleksi sesuai teknik sampling sehingga diperoleh 310 data observasi. Hasil analisa deskripsi ditampilkan pada Tabel 2 untuk sektor properti & real estat.

Tabel 2. Hasil Analisis Data Deskriptif

Variabel	Min	Max	Mean	Std. Dev.
Ukuran direksi (BSZ)	2.00	12.00	5.05	1.91
Independen (IND)	0.00	0.80	0.39	0.11
Remunerasi (RE)	0.00	1.72	0.21	0.21
Umur komisaris (CHA)	37.00	89.00	64.28	10.14
Umur CEO (CEOA)	33.00	80.00	56.80	9.07
Umur perusahaan (AGE)	4.00	40.00	22.21	8.03
Ukuran perusahaan (SIZE)	3.72	12.67	8.35	1.61
Current ratio (CR)	0.18	24.88	2.87	3.15
Debt asset ratio (DAR)	-1.00	111.00	23.99	15.89
Debt equity ratio (DER)	-10.26	268.65	41.11	32.22
Return on asset (ROA)	-0.54	0.38	0.04	0.08

Sumber: data primer diolah

Tabel 2 memperlihatkan *corporate governance* pada sektor properti dan real estate secara rata-rata memiliki ukuran direksi 4-5 orang yang menduduki posisi sebagai direktur. Perusahaan dengan ukuran direksi paling kecil yaitu 2 orang adalah PT Duta Pertiwi Tbk, PT Greenwood Sejahtera Tbk, PT Metro Realty Tbk dan PT Roda Vivatex, sedangkan ukuran direksi terbesar adalah PT Ciputra Development (12 orang). Proporsi direksi independen pada perusahaan 39,57% dimana PT Greenwood Sejahtera Tbk selama 2 tahun (2011-2012) tidak

memiliki komisaris independen, selanjutnya proporsi komisaris independen tertinggi (80%) adalah PT Indonesia Prima Property Tbk. Perusahaan dengan posisi CEO dan komisaris menunjukkan usia 64 tahun dan 57 tahun. Setelah analisa deskriptif, pengolahan data dilanjutkan dengan analisa regresi logistik dan menampilkan hasil pada Tabel 3 (lihat Tabel 3).

Model 1:

$$\begin{aligned} \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = & -4,306 - 0,407BSZ \\ & + 1,792 IND - 0,583 RE \\ & + 0,022CHA + 0,055CEOA \end{aligned}$$

Model 2:

$$\begin{aligned} \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = & -5,679 - 0,507BSZ \\ & + 1,560IND - 0,188RE \\ & + 0,019CHA + 0,055CEOA \\ & + 0,009AGE + 0,264 SIZE \end{aligned}$$

Model 3:

$$\begin{aligned} \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = & -1,354 + 0,058 CR \\ & + 0,027 DAR - 0,003 DER \\ & - 4,737 ROA \end{aligned}$$

Model 4:

$$\begin{aligned} \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = & -2,758 + 0,064 CR \\ & + 0,030 DAR - 0,007 DER \\ & - 5,336 ROA + 0,015AGE \\ & + 0,134SIZE \end{aligned}$$

Model 5:

$$\begin{aligned} \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = & -4,738 - 0,383 BSZ \\ & + 0,840 IND - 0,865 RE \\ & + 0,025 CHA + 0,054CEOA \\ & + 0,065CR + 0,021DAR \\ & + 0,000DER - 4,697ROA \end{aligned}$$

Model 6:

$$\begin{aligned} \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = & -6,300 - 0,487 BSZ \\ & + 0,459 IND - 0,455 RE \\ & + 0,020 CHA + 0,054CEOA \\ & + 0,079CR + 0,022DAR \\ & - 0,003DER - 5,767ROA \\ & + 0,015AGE + 0,303SIZE \end{aligned}$$

Hasil uji regresi logistik menunjukkan nilai *log likelihood* semakin kecil dengan bertambahnya variabel yang dimasukkan. Nilai *log likelihood* model 1 menunjukkan hasil 348,335 apabila dibandingkan nilai *log likelihood* model 6 dengan hasil 321,747, dapat

diartikan model regresi yang digunakan dalam penelitian baik. Tetapi pada model 3 nilai *log likelihood* mengalami peningkatan maka variabel rasio keuangan tidak baik apabila digunakan secara terpisah tanpa variabel *corporate governance*. Sedangkan model 5 ketika memasukkan variabel *corporate governance* dan rasio keuangan maka nilai *log likelihood* mengalami penurunan. Adanya variabel kontrol pada model regresi menurunkan nilai *log likelihood* yang membuat model regresi logistik menjadi lebih baik.

- a. *Omnibus Test of Model Coefficients* menunjukkan hasil uji variabel *corporate governance* dan rasio keuangan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan *p-value* < 0.05. Model regresi logistik setelah dimasukkan variabel kontrol juga menunjukkan dua variabel independen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.
- b. *Nagelkerke R square* menunjukkan terjadi peningkatan koefisien determinasi pada model 1 nilai sebesar 0,139 sampai model 6 nilai 0,244, artinya 24,4% perubahan variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen, sedangkan 75,6% dipengaruhi oleh variabel lain di luar model.
- c. *Hosmer & Lemeshow Goodness of Fit* pada semua variabel dalam model regresi adalah 0,694 sehingga model regresi diterima, dengan *p-value* ≥ 0,05 maka model persamaan regresi logistik layak digunakan.

Tabel 3 juga menampilkan *corporate governance* yaitu ukuran direksi dan umur CEO berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, direksi independen, remunerasi, dan umur komisaris tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Kinerja keuangan dengan indikator *debt to asset ratio* dan *return on asset* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, tetapi *current ratio* dan *debt to equity ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Tabel 4. Uji Ketepatan Model Data

	Observed	Firm Value		% Correct
		Healthy (0)	Not Healthy (1)	
Firm	0	194	22	89,8
Value	1	57	37	39,4

Sumber: data primer diolah

Hasil perhitungan tabel klasifikasi menunjukkan ketepatan model regresi logistik sebesar 74,5% (ketidaktepatan model regresi 25,5%). Probabilitas perusahaan mengalami penurunan nilai perusahaan karena variabel *corporate governance* adalah 99,83%, dan probabilitas perusahaan untuk tidak mengalami penurunan nilai perusahaan adalah 0,17%. Variabel rasio keuangan mengalami penurunan nilai perusahaan adalah 99,96% dengan probabilitas perusahaan untuk tidak mengalami penurunan nilai perusahaan sebesar 0,04%.

4. PEMBAHASAN

Hasil penelitian menunjukkan *corporate governance* yang diukur menggunakan ukuran direksi dan umur CEO berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Ukuran direksi yang besar meningkatkan risiko perusahaan sehingga akan menurunkan nilai perusahaan menjadi semakin kecil. Sebaliknya, ukuran direksi yang besar menimbulkan berbagai variasi pendapat sehingga berkontribusi positif bagi perusahaan. Ukuran direksi lebih banyak juga dapat meningkatkan kontrol dan monitor terhadap nilai dividen, kebijakan pemerintah yang berpengaruh pada operasional perusahaan. Ukuran direksi yang lebih besar akan memberikan akses informasi dan sumber daya lebih baik sehingga memberikan kontribusi terhadap peningkatan kinerja keuangan. Kinerja perusahaan yang baik dan terkontrol dapat menghasilkan nilai PBV yang baik. Meningkatnya nilai PBV menunjukkan *stakeholder* percaya akan prospek perusahaan di masa mendatang. Hasil penemuan ini sejalan dengan Shakir (2008) yang menyatakan ukuran direksi berhubungan signifikan terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya, rata-rata usia CEO perusahaan properti & real estat adalah 57 tahun. Seorang CEO telah berumur cenderung memiliki sifat yang konservatisme dan ketidakmauan untuk mencoba ide-ide baru yang berpengaruh pada pengambilan keputusan serta

berdampak bagi kegiatan operasional perusahaan, akibatnya menurunkan kepercayaan *stakeholder* pada kinerja perusahaan yang mendatang. Permasalahan perusahaan berupa kesulitan arus kas, peningkatan utang, kerugian operasional, dan pengambilan keputusan yang berisiko dapat menyusahakan perusahaan untuk mengatasi permasalahan tersebut. CEO yang telah berumur tidak berusaha mengikuti trend dengan baik sehingga berdampak pada penurunan nilai perusahaan saat ini. Hasil uji ini sesuai Cline & Yore (2016) dan Bhaiyat & Garrow (2015) yang menemukan umur CEO berhubungan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Corporate governance yang diukur menggunakan komisaris independen, remunerasi, dan umur komisaris tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Artinya, nilai perusahaan sektor properti & real estat tidak bergantung terhadap jumlah komisaris independen, remunerasi, dan umur komisaris perusahaan. Independensi komisaris sangat dibutuhkan dalam menjalankan tugas, tetapi setiap pribadi memiliki sikap independensi yang berbeda sehingga mempengaruhi kinerja perusahaan yang berbeda juga. Proporsi komisaris independen berkisar 0% - 80%. Hasil uji ini bertentangan dengan Purwatini (2011) yang menemukan proporsi komisaris independen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya, peningkatan remunerasi yang diterima oleh direksi perusahaan diikuti peningkatan pemberiangaji dan tunjangan kepada pegawai secara keseluruhan, lalu selisih yang cukup besar antara nilai minimal dan maksimum remunerasi yang diterima juga mempengaruhi hasil penelitian menjadi tidak signifikan. Hasil temuan ini tidak sejalan dengan Conyon & He (2011) dan Mariano et al., (2020) yang menemukan bahwa remunerasi yang diterima oleh direksi berpengaruh signifikan dengan nilai perusahaan. Umur komisaris melambangkan tingkat pengalaman individu. Komisaris yang menjabat pada perusahaan paling tua berumur 87 tahun dan paling muda berumur 37 tahun, perbedaan umur hingga 52 tahun dapat menyebabkan umur komisaris tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Baik komisaris yang telah berumur maupun masih muda tidak menarik perhatian

stakeholder dalam mempercayai kinerja perusahaan. Apapun keputusan yang diambil komisaris dianggap berdampak baik bagi perusahaan terlepas dari berapapun usia komisaris. Hasil penemuan ini juga tidak sejalan dengan Cline & Yore (2016) yang menyatakan bahwa umur komisaris berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil perhitungan rasio solvabilitas yaitu *debt to asset ratio* (DAR) ditemukan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Nilai DAR yang tinggi menjelaskan aset perusahaan yang didanai dengan utang, memicu perusahaan mengalami penurunan nilai perusahaan. Tingginya nilai DAR juga menyebabkan perusahaan kesulitan mendapatkan pinjaman/tambahan dana karena dikhawatirkan perusahaan tidak mampu menutupi hutangnya dengan aset yang dimiliki sehingga berdampak pada kesulitan arus kas perusahaan. Ketika nilai DAR rendah, maka perusahaan mampu membayar kewajiban perusahaan dengan aset yang dimiliki. Penemuan ini sejalan dengan Abrori & Suwitho (2019) yang menyatakan *debt to asset ratio* memiliki hubungan signifikan dengan nilai perusahaan. Selanjutnya, rasio profitabilitas yaitu *return on asset* (ROA) berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang memiliki tingkat return rendah hingga negatif, memperlihatkan perusahaan tidak mampu dalam mengelola aset untuk mencapai tujuan ekonomis keuntungan yang menyebabkan perusahaan mengalami kerugian operasional hingga nilai perusahaan yang turun. Semakin tinggi nilai ROA menunjukkan manajemen perusahaan dapat secara efektif mengelola investasinya. Tingginya laba yang didapatkan oleh perusahaan menunjukkan kinerja perusahaan baik dan meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang meningkat menunjukkan perusahaan dapat dipercaya oleh *stakeholder* dan terhindar dari permasalahan likuiditas maupun solvabilitas dikarenakan perusahaan mampu bertahan dalam keadaan yang tidak direncanakan seperti terjadinya pandemi Covid-19. Penemuan ini sejalan dengan Setiadewi & Purbawangsa (2015) dan Sujoko & Soebiantoro (2017).

Sebaliknya, rasio likuiditas yaitu *current ratio* dan rasio solvabilitas yaitu *debt to equity ratio* (DER) tidak berpengaruh signifikan

terhadap nilai perusahaan. Peningkatan *current ratio* tidak berpengaruh terhadap pandangan investor pada keberhasilan perusahaan. Perusahaan properti & real estate memiliki nilai *current ratio* yang lebih mengarah pada *over liquid*. Permasalahan likuiditas berhubungan dengan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban, tetapi penempatan dana yang terlalu besar pada aset memiliki efek yang berlainan. Satu sisi perusahaan memiliki likuiditas yang baik, tetapi perusahaan juga kehilangan kesempatan untuk mendapatkan laba. Banyaknya jumlah dana pada aktiva lancar akan berpengaruh pada kegiatan operasional perusahaan. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian Farooq & Masood (2016) dan Yanti & Dwiranda (2019) yang menyatakan *current ratio* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya, rasio solvabilitas yaitu *debt to equity ratio* (DER) juga tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Nilai DER kecil membuat *stakeholder* tidak begitu memperhatikan saat melakukan investasi, oleh karena nilai DER sektor ini kecil maka tidak mempengaruhi kepercayaan *stakeholder* terhadap prospek perusahaan di masa mendatang. Hasil uji penelitian ini juga tidak sejalan dengan Abrori & Suwitho (2019) yang menemukan *debt to equity ratio* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian terkait variabel kontrol yaitu umur perusahaan dan ukuran perusahaan menunjukkan hasil yang bertentangan. Umur perusahaan termuda adalah 4 tahun, sedangkan umur tertua 40 tahun. Semakin tua usia perusahaan diasumsikan semakin banyak pengalaman positif dan negatif dalam mengoperasikan perusahaan. Namun hasil uji menunjukkan tidak ada pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil uji ini bertentangan dengan Rely & Arsjah (2018) dan Yulianto & Widayari (2020). Sebaliknya, semakin besar ukuran perusahaan menggambarkan meningkatnya ukuran direksi perusahaan yang juga semakin besar dan rumit. Ukuran direksi yang rumit dapat menyebabkan rendahnya nilai perusahaan yang disebabkan oleh manajerial perusahaan yang tidak transparansi. Ukuran perusahaan yang terlalu besar dapat menyebabkan kurangnya efisiensi pengawasan kegiatan operasional dan strategi oleh jajaran manajemen tingkat tinggi, sehingga dapat

mengurangi nilai perusahaan (Hansen, 2014; Niresh & Velnampy, 2014).

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini membuktikan *corporate governance* dan kinerja perusahaan rasio keuangan berhubungan dengan nilai perusahaan sektor perusahaan properti & real estat. *Corporate governance* yang diukur ukuran direksi dan umur CEO berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, tetapi indikator komisaris independen, remunerasi, umur komisaris ditemukan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Rasio solvabilitas dan profitabilitas ditemukan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Perusahaan ditetapkan hanya Diharapkan pihak manajemen dapat mempertahankan *standar corporate governance* dengan memberikan disclosure yang lebih lengkap Untuk penelitian selanjutnya sampel yang lebih luas juga melihat penurunan nilai PBV dalam kurun beberapa tahun sehingga dapat diaplikasikan terhadap berbagai sektor industri di negara yang berbeda.

DAFTAR PUSTAKA

- Abrori, A., & Suwitho, S. (2019). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, dan solvabilitas terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen*, 8(2), 1–16.
- Asnawi, S. K., & Wijaya, C. (2005). *Riset keuangan: Pengujian-pengujian empiris*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Asofani, M. R. (2018). Analisis perbedaan kinerja keuangan jangka pendek dan jangka panjang sebelum dan sesudah IPO pada perusahaan sektor properti, real estate dan konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI. [Tesis]. Universitas Islam Indonesia.
- Bachdar, S. (2018, February 14). Tiga fase properti Indonesia periode 2010-2017. *Marketeers - Majalah Bisnis, Marketing, dan Entrepreneurship Online - Marketeers.Com*. <https://www.marketeers.com/tiga-fase-properti-indonesia-periode-2010-2017/>
- Bennett, R., & Robson, P. (2004). Support services for SMEs: Does the 'franchisee' make a difference to the

- business link offer? Environment and Planning C: Government and Policy, 22(6), 859–880. <https://doi.org/10.1068/c0426>
- Bhaiyat, F., & Garrow, N. (2015). Evaluating the effect of top management attributes on the probability of default. Proceedings of ICRBS 2015, International Conference on Research and Business Sustainability, IIT Roorkee, Greater Noida, India, December 4-6, 2015, 227–232.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2009). *Dasardasar manajemen keuangan* (10th ed.). Jakarta: PT.Salemba Empat.
- Bukhori, I. (2012). Pengaruh good corporate governance dan ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan (studi empiris pada perusahaan yang terdaftar di BEI 2010) [Undergraduate thesis]. Universitas Diponegoro.
- Can, E. (2012, December 7). Yuk, mengenal bubble properti. Properti Liputas Khusus. <https://lipsus.kontan.co.id/v2/properti/read/92/Yuk-mengenal-bubble-properti/>
- Cinantya, I.G.A.A.P & Merkusiwati, N.K.L.A. (2015). Pengaruh corporate governance, financial indicators, dan ukuran perusahaan pada financial distress, 10(3), 897-915.
- Cline, B. N., & Yore, A. S. (2016). Silverback CEOs: Age, experience, and firm value. Journal of Empirical Finance, 35(C), 169–188. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2015.11.002>
- Collins, J. C., & Porras, J. I. (2001). *Built to last: Tradisi sukses perusahaan-perusahaan visioner*. Jakarta: Erlangga.
- Conyon, M. J., & He, L. (2011). Executive compensation and corporate governance in China. Journal of Corporate Finance, 17(4), 1158–1175. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.04.006>
- Daily, C. M., McDougall, P. P., Covin, J. G., & Dalton, D. R. (2002). Governance and strategic leadership in entrepreneurial firms. Journal of Management, 28(3), 387–412. <https://doi.org/10.1177/014920630202800307>
- Damodaran, A. (1997). *Corporate finance: Theory and practice*. New York: John Wiley & Sons.
- Fahmi, I. (2012). *Analisis kinerja keuangan*. Jakarta: Alfabeta.
- Fajaria, A. Z., & Isnalita. (2019). The effect of profitability, liquidity, leverage and firm growth of firm value with its dividend policy as a moderating variable. International Journal of Managerial Studies and Research, 6(10), 55–69.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Value versus growth: The international evidence. The Journal of Finance, 53(6), 1975–1999. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00080>
- Farooq, M. A., & Masood, A. (2016). Impact of financial leverage on value of firm: Evidence from cement sector of Pakistan. Research Journal of Finance and Accounting, 7(9), 73–78.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 25*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. Strategic Management Journal, 15(3), 241–250. <https://doi.org/10.1002/smj.4250150305>
- Goodwin-Stewart, J. And Kent, P. (2006). The use of internal audit by Australian companies. Managerial Auditing Journal, 21(1), 81-101.
- Gray, S., & Nowland, J. (2013). Is prior director experience valuable? Accounting & Finance, 53(3), 643–666. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2012.00481.x>
- Handriani, E., & Robiyanto, R. (2018). Corporate finance and firm value in the Indonesian manufacturing companies. International Research Journal of Business Studies, 11(2), 113–127. <https://doi.org/10.21632/irjbs.11.2.113-127>
- Hansen, V. (2014). Pengaruh family control, size, sales growth, dan leverage terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan pada sektor perdagangan,

- jasa, dan investasi. *Journal Business Accounting Review*, 2(1), 121–130.
- Hasugian, A. E. (2018). Pengaruh intellectual capital terhadap financial distress pada perusahaan perbankan di Indonesia [Undergraduate thesis]. Universitas Sumatera Utara.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *The Academy of Management Review*, 28(3), 383. <https://doi.org/10.2307/30040728>
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Kasmir. (2012). *Analisis laporan keuangan*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Khafid, M., Baroroh, N. & Firmansyah, M. (2018). The Role of Corporate Governance in Moderating The Influence of Company Growth and Size on Corporate Social Responsibility Disclosure. *KnE Social Science*, 3(10), 27. <https://doi.org/10.18502/kss.v3i10.3116>
- Kusumaningrum, E.A. dan Mawardi, W. (2011). Analisis pengaruh profitabilitas, pertumbuhan aset dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal. [Tesis]. Universitas Diponegoro.
- Li, Z., Crook, J., Andreeva, G., & Tang, Y. (2020). Predicting the risk of financial distress using corporate governance measures. *Pacific-Basin Finance Journal*, 68, 101334. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101334>
- Mariano, S. S. G., Izadi, J., & Pratt, M. (2020). Can we predict the likelihood of financial distress in companies from their corporate governance and borrowing? *International Journal of Accounting & Information Management*, 29(2), 305–323. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-08-2020-0130>
- Merino, B.D., Mayer, A.G., and Tolleson, T.D. (2010). Neoliberalism, deregulation and Sarbanes-Oxley: The legitimation of a failed corporate governance model. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 23(6), 774-792.
- Millstein, I. M. (1993). The evolution of the certifying board. *The Business Lawyer*, 48(4), 1485–1497. JSTOR.
- Niresh J.A. & Velnampy, T. (2014). Firm Size and Profitability: A Study of Listed Manufacturing Firms in Sri Lanka. *International Journal of Business and Management*, 9(4), 57-64
- Piotroski, J. D. (2000). Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers. *Journal of Accounting Research*, 38, 1–41. <https://doi.org/10.2307/2672906>
- Purwantini, V. T. (2011). Pengaruh mekanisme good corporate governance terhadap nilai perusahaan dan kinerja keuangan perusahaan (Studi pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia). STIE AUB Surakarta, Indonesia
- Rely, G., & Arsjah, R. J. (2018). An effecting of foreign ownership structure in firm value towards offshore debt financing in manufacturing firms. *Research Journal of Finance and Accounting*, 9(12), 46–57.
- Setiadewi, K.A.Y. & Purbawangsa, I.B.A. (2015). Pengaruh ukuran perusahaan dan leverageterhadap profitabilitas dan nilai perusahaan. Universitas Udayana.
- Setianto, B. (2016). Prospek investasi semen baturaja per laporan keuangan Q2. BSK Capital.
- Shakir, R. (2008). Board size, executive directors and property firm performance in Malaysia. *Pacific Rim Property Research Journal*, 14(1), 66–80. <https://doi.org/10.1080/14445921.2008.11104248>
- Siahaan, B. T. (2017). Pengaruh analisis rasio keuangan terhadap nilai perusahaan dengan financial distress sebagai variabel intervening pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI [Thesis]. Universitas Sumatera Utara.

- Sitepu, N. R. (2016). Pengaruh kebijakan dividen, kebijakan leverage dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan (perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2009-2013). Universitas Atma Jaya.
- Subramanyam, K. R., & Wild, J. J. (2014). *Analisis laporan keuangan financial statement analysis* (Vol. 2). Jakarta: Salemba Empat.
- Sujoko, S., & Soebiantoro, U. (2017). Pengaruh struktur kepemilikan saham leverage faktorintern dan faktor ekstern terhadap nilai perusahaan. *EKUITAS (Jurnal Ekonomi Dan Keuangan)*, 11(2), 236. <https://doi.org/10.24034/j25485024.y2007.v11.i2.2236>
- Surya, M. (2004). Teori remunerasi. Scribd. <https://id.scribd.com/doc/132140071/Teori-Remunerasi>
- Wardhani, R. (2007). Mekanisme corporate governance dalam perusahaan yang mengalami permasalahan keuangan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 4(1), 95–114.
- Whitaker, R. B. (1999). The early stages of financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 123–132. <https://doi.org/10.1007/BF02745946>
- Wright, M., & Chiplin, B. (1999). Corporate governance and control: Beyond managerialism and marxism. *Human Relations*, 52(9), 1189–1204. <https://doi.org/10.1177/001872679905200905>
- Yanti, N.M.Y.W.A. & Dwirandra, A.A.N.B. (2019). The effect of profitability in income smoothing practice with good corporate governance and dividend of payout ratio as a moderation variable. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 6(2), 12–21. <https://doi.org/10.21744/irjmis.v6n2.601>
- Yulianto, & Widyasari. (2020). Faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi Tarumanagara*, 2, 576–585.
- Zahra, S. and Pearce, J. (1989) Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management*, 15, 291-334. <https://doi.org/10.1177/014920638901500208>

Tabel 3. Hasil Regresi Logistik

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Ukuran direksi (BSZ)	-0.407*** (17.496)	-0.507*** (22.123)			-0.383*** (14.345)	-0.487*** (19.047)
Independen (IND)	1.792 (1.930)	1.560 (1.410)			0.849 (0.375)	0.459 (0.103)
Remunerasi (RE)	-0.583 (0.682)	-0.188 (0.069)			-0.865 (1.191)	-0.455 (0.342)
Umur komisaris (CHA)	0.022 (1.968)	0.019 (1.321)			0.025 (2.172)	0.020 (91.427)
Umur CEO (CEOA)	0.055*** (12.686)	0.055*** (12.537)			0.054** (11.137)	0.054** (11.248)
Current ratio (CR)			0.058 (2.208)	0.064 (2.263)	0.065 (2.121)	0.079 (2.719)
Debt asset ratio (DAR)			0.027** (5.732)	0.030** (6.681)	0.021* (3.478)	0.022* (3.645)
Debt equity ratio (DER)			-0.003 (0.373)	-0.007 (1.286)	0.000 (0.002)	-0.003 (0.264)
Return on asset (ROA)			-4.737** (5.750)	-5.336** (6.402)	-4.697** (5.734)	-5.767** (6.903)
Umur perusahaan (AGE)		0.009 (0.252)		0.015 (0.801)		0.015 (0.727)
Ukuran perusahaan (SIZE)		0.264** (5.977)		0.134 (2.394)		0.303** (6.732)
Constant	-4.036** (9.938)	-5.679*** (15.265)	- 1.354*** (17.776)	-2.758** (11.661)	-4.378** (10.203)	-6.300** (16.398)
Log likelihood	348.335	340.559	360.513	356.676	331.260	321.747
Number of observation	310	310	310	310	310	310
Omnibus chi-square	32.080	39.817	19.902	23.739	49.155	58.668
prob > chi-square	0.000	0.000	0.001	0.000	0.000	0.000
Cox & Snell R-square	0.098	0.121	0.062	0.074	0.147	0.172
Nagelkerke R-Square	0.139	0.171	0.088	0.104	0.207	0.244
Hosmer & Lemeshow	12.706	3.599	4.486	9.063	11.583	5.580
Hosmer & Lemeshowtest sig.	0.122	0.891	0.811	0.337	0.171	0.694

***p-value < 0.01; **p-value < 0.05; *p-value < 0.1