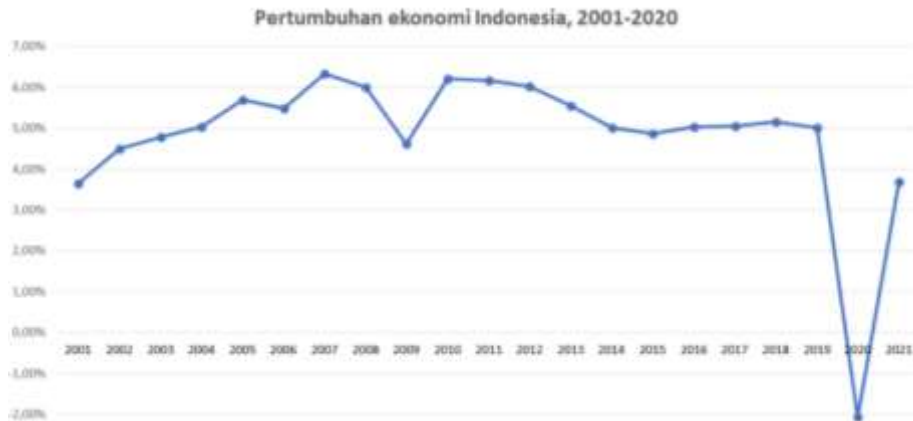


## 1. Pendahuluan

### 1.1. Latar Belakang Masalah

Pertumbuhan perekonomian Indonesia sempat mengalami keterpurukan pada tahun 2020. Keterpurukan perekonomian ini dapat terjadi akibat melandanya pandemi Covid-19 yang melanda Indonesia pada tanggal 2 Maret 2020. Penurunan laju perekonomian Indonesia hingga mengalami keterpurukan yang dapat diidentifikasi melalui pergerakan Produk Domestik Bruto (PDB) yang laju pertumbuhannya melambat hingga terjadi penurunan pada tahun 2020.



**Gambar 1.1 Grafik Laju Pertumbuhan Ekonomi Indonesia**

**Sumber: Badan Pusat Statistik Indonesia**

Berdasarkan Badan Pusat Statistik Indonesia, pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 2014-2019 memiliki pertumbuhan yang stabil. Akan tetapi, pada saat pandemi Covid-19 terjadi di Indonesia pada tahun 2020 laju pertumbuhan ekonomi Indonesia mengalami penurunan dari 5,02% turun menjadi -2,07% sehingga penurunan yang terjadi di tahun 2020 sebesar -7,09%. Penurunan laju pertumbuhan perekonomian ini berdampak pada berbagai sektor bisnis yang ada di Indonesia salah satunya yang juga ikut terdampak penurunan laju pertumbuhan perekonomian yakni perusahaan-perusahaan yang bergerak di sektor industri keuangan. Dampak dari penurunan laju pertumbuhan yang dialami perusahaan sektor industri keuangan dapat dilihat pada laju pertumbuhan PDB yang disumbangkan oleh sektor industri keuangan pada laju pertumbuhan ekonomi Indonesia. Berdasarkan Badan Pusat Statistik Indonesia, PDB yang disumbangkan oleh perusahaan sektor keuangan yakni 6,6% pada tahun 2019, 3,25% pada tahun 2020, dan 1,56% pada tahun 2021. Meski terjadi penurunan porsi sumbangan PDB dari perusahaan sektor industri keuangan akibat terjadinya pandemi Covid-19 dan kebijakan moneter pemerintah yang menurunkan suku bunga dengan tujuan untuk meningkatkan permintaan kredit sehingga dapat memberikan stimulus kepada laju pertumbuhan ekonomi Indonesia supaya dapat bangkit. Kebijakan stimulus kredit tersebut berhasil meningkatkan laju perekonomian Indonesia dengan bersamaan diberlakukannya kebijakan peningkatan suku bunga untuk menghindari kerugian pada sektor jasa keuangan. Hal ini dapat dilihat dari laju pertumbuhan ekonomi Indonesia yang semula berada pada -2,07% meningkat menjadi 3,69% yang menandakan terjadinya peningkatan laju pertumbuhan sebesar 5,76%.

**Tabel 1.1 Perubahan Suku Bunga Indonesia 2019-2021**

Bi Rate	2019											
	Januari	Februari	Maret	April	Mei	Juni	Juli	Agustus	September	Oktober	November	Desember
	6	6	6	6	6	6	5.75	5.5	5.25	5	5	5
	2020											
	Januari	Februari	Maret	April	Mei	Juni	Juli	Agustus	September	Oktober	November	Desember
	5	4.75	4.5	4.5	4.5	4.25	4	4	4	4	3.75	3.75
	2021											
	Januari	Februari	Maret	April	Mei	Juni	Juli	Agustus	September	Oktober	November	Desember
	3.75	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
	2022											
	Januari	Februari	Maret	April	Mei	Juni	Juli	Agustus	September	Oktober	November	Desember
	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.75	4.25	4.75	5.25	5.5

Sumber: Badan Pusat Statistik Indonesia

Pemberlakuan kebijakan stimulus kredit dan meningkatkan kembali suku bunga ketika perekonomian Indonesia mulai pulih digunakan untuk menghindari kerugian pada perusahaan sektor jasa keuangan sehingga perusahaan sektor jasa keuangan juga ikut bangkit seiring pulihnya stabilitas perekonomian Indonesia. Pengaruh penerapan kebijakan suku bunga oleh regulator memengaruhi kegiatan perusahaan sektor keuangan terutama pada saat penurunan suku bunga menyebabkan perusahaan perbankan dan pembiayaan mengalami penyempitan marjin bunga, perusahaan asuransi mengalami penurunan polis premi dan perusahaan investasi merombak portofolionya. Meskipun demikian, kebijakan berimbang ini juga mengurangi risiko yang merugikan perusahaan sektor keuangan karena dapat memberikan kemudahan kepada nasabahnya sehingga meminimalisir terjadinya wanprestasi yang merugikan perusahaan sektor keuangan. Hal ini dapat dilihat dari perkembangan laba perusahaan sektor keuangan yang meningkat di tahun 2021.

**Tabel 1.2 Perusahaan Sektor Keuangan Yang Mengalami Peningkatan Laba**

\*Dalam Jutaan Rupiah

Nama Perusahaan	2019	2020	2021
PT Bank Mestika Dharma Tbk	248.859	325.933	519.580
PT MNC Kapital Indonesia Tbk	56.482	65.525	147.170
PT BFI Finance Indonesia Tbk	701.592	711.682	1.131.338
PT Bank Sinarmas Tbk	6.752	118.522	127.748
PT Malacca Insurance Tbk	727	2.427	3.302
PT Bank Woori Tbk	499.791	536.001	629.168
PT Saratoga Investama Tbk	7.344.118	8.823.332	24.891.826
PT Trust Finance Indonesia Tbk	16.955	18.140	23.907

Sumber: Bursa Efek Indonesia

**Tabel 1.3 Perubahan ROA Perusahaan Sektor Keuangan**

Nama Perusahaan	2019	2020	2021
PT Bank Mestika Dharma Tbk	1,92	2,30	3,25
PT MNC Kapital Indonesia Tbk	0,25	0,33	0,66
PT BFI Finance Indonesia Tbk	3,73	4,62	7,24
PT Bank Sinarmas Tbk	0,02	0,27	0,24
PT Malacca Insurance Tbk	0,17	0,44	0,62
PT Bank Woori Tbk	1,35	1,41	1,44
PT Saratoga Investama Tbk	27,65	25,18	40,7
PT Trust Finance Indonesia Tbk	5,40	5,57	6,81

Sumber: Bursa Efek Indonesia

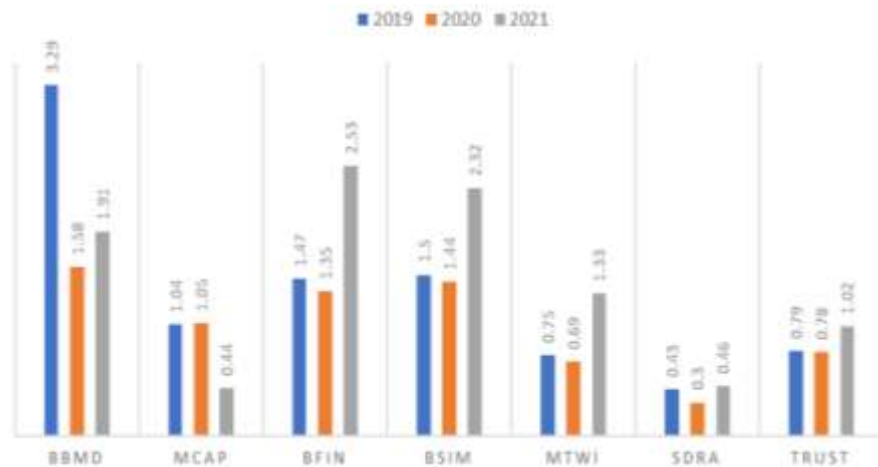
Pada awal tahun 2021 Otoritas Jasa Keuangan menyatakan kondisi sektor keuangan yang stabil dan terus bertumbuh. Menurut Sembiring & Trinawati (2022), Perubahan laba pada perusahaan dapat memengaruhi nilai perusahaan dan peningkatan

laba cenderung meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan indikator yang memiliki peran penting karena mampu dijadikan sebagai pedoman dalam menilai kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Menurut Gunawan (2019,) sektor keuangan memegang peranan penting dalam memicu pertumbuhan ekonomi suatu negara sehingga stabilitas dan kemajuan perusahaan sektor keuangan mengikuti perkembangan laju perekonomian Indonesia. Meski profitabilitas perusahaan sektor keuangan meningkat selama masa pandemi Covid-19. Namun, peningkatan ini tidak diikuti dengan peningkatan harga saham maupun nilai perusahaan sektor keuangan sehingga nilai perusahaan tidak mengalami perubahan yang maksimal.

**Tabel 1.4 Perubahan Harga Saham dan Nilai Perusahaan**

Kode Saham	Nama Perusahaan	Harga Saham (Rp)		
		2019	2020	2021
BBMD	PT Bank Mestika Dharma Tbk	2.800	1.548	2.000
MCAP	PT MNC Kapital Indonesia Tbk	150	132	62
BFIN	PT BFI Finance Indonesia Tbk	560	560	1.175
BSIM	PT Bank Sinarmas Tbk	535	505	875
MTWI	PT Malacca Insurance Tbk	64	60	120
SDRA	PT Bank Woori Tbk	830	740	565
SRTG	PT Saratoga Investama Tbk	3.625	3.430	1.895
TRUST	PT Trust Finance Indonesia Tbk	282	294	416

Sumber: Bursa Efek Indonesia



**Gambar 1.2 Diagram Perubahan Nilai Perusahaan**

Sumber: data diolah

Nilai dari suatu perusahaan menggambarkan kondisi yang dicapai perusahaan berkat kemampuan kinerja perusahaan yang baik. Masyarakat mempercayai dan menggunakan nilai perusahaan untuk melihat tingkat keberhasilan manajemen dan perusahaan dalam mengelola sumber daya yang dimiliki perusahaan sehingga perusahaan memiliki harga saham yang tinggi di pasar. Nilai perusahaan yang maksimal dapat menarik minat investor dan kreditur untuk memberikan dananya sehingga perusahaan akan mendapatkan sumber dana yang potensial melalui investasi dari investor maupun pemberian kredit dari kreditur (Ali & Faroji, 2021). Menurut Wijaya (2021), peningkatan dan pemaksimalan nilai yang dimiliki perusahaan diikuti dengan peningkatan harga saham, maka peningkatan nilai perusahaan juga mencerminkan peningkatan kemakmuran pemegang saham.

Meningkatkan nilai perusahaan tidak dapat dilakukan dengan mudah, perusahaan perlu melakukan strategi dan usaha yang efektif dan efisien. Ada beberapa

faktor yang dapat memengaruhi tinggi rendahnya nilai suatu perusahaan diantaranya adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profitabilitas yang menggambarkan kinerja keuangan perusahaan dan juga pengelolaan perusahaan yang baik sehingga perusahaan dapat melakukan kegiatan usahanya dengan efektif dan efisien. Perusahaan yang memiliki sistem pengelolaan yang baik dapat meningkatkan kinerja keuangannya karena perusahaan dapat memanfaatkan sumber daya yang dimilikinya dengan baik untuk memperoleh keuntungan.

Tata kelola perusahaan yang baik di masa modern lebih dikenal dengan *Good Corporate Governance* (GCG). *Good Corporate Governance* merupakan suatu pengambilan keputusan efektif yang dibangun melalui nilai-nilai, sistem, kultur, kebijakan-kebijakan dan struktur di dalam organisasi untuk mencapai tujuan bisnis yang menguntungkan, efisien, dan efektif dalam mengelola risiko bisnis dan bertanggung jawab untuk memenuhi kepentingan stakeholder. *Good Corporate Governance* juga berperan penting dalam mengatur susunan aturan yang menentukan hubungan antara pemegang saham, manajer, kreditur, karyawan, dan stakeholder internal maupun eksternal. Penerapan *Good Corporate Governance* dinilai mampu meminimalisir timbulnya masalah keagenan dalam pelaksanaan kegiatan usaha perusahaan (A. Gunawan, 2022). Kemampuan *Good Corporate Governance* dalam meminimalisir terjadinya masalah keagenan karena dalam pelaksanaannya *Good Corporate Governance* mengatur pola hubungan yang kondusif antar pemangku kepentingan dalam perusahaan. Ketidakkondusifan hubungan antar pemangku kepentingan terjadi karena konflik kepentingan yang terjadi diantara pemangku kepentingan. Konflik kepentingan ini dapat diasumsikan melalui teori agensi bahwa setiap individu di dalam perusahaan dapat bertindak atas kepentingan mereka sendiri. Konflik kepentingan juga dapat terjadi karena proporsi struktur kepemilikan di dalam perusahaan. Hasil penelitian dari Susyani & Marlina, (2022) menemukan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan.

Struktur kepemilikan merupakan porsi komposisi, perbandingan atau persentase kepemilikan modal dan ekuitas perusahaan termasuk kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak internal perusahaan (*insider*) dan pihak eksternal perusahaan (*outsider*). Struktur kepemilikan proporsi kepemilikannya dapat berupa investor individual, pemerintah, dan institusi swasta. Menurut Ginanti (2022), pada umumnya struktur kepemilikan perusahaan terdiri dari kepemilikan manajerial sebagai kepemilikan dari pihak *insider* dan kepemilikan institusional sebagai kepemilikan dari pihak *outsider*. Ketimpangan proporsi kepemilikan saham perusahaan dapat menimbulkan konflik kepentingan pada perusahaan dalam menjalankan kegiatan usahanya. Para pemegang saham sudah pasti menginginkan manajer untuk bekerja secara maksimal sehingga manajer dapat memakmurkan para pemegang saham dengan cara memperoleh keuntungan bagi perusahaan sebanyak-banyaknya. Semakin banyak dan meningkatnya keuntungan yang diperoleh perusahaan, maka hal tersebut dapat memakmurkan para pemegang saham. Selain itu, dengan meningkatnya keuntungan perusahaan juga dapat menaikkan harga saham perusahaan yang beredar di pasaran dan membuat nilai perusahaan semakin meningkat di mata masyarakat.

Raharjanti dan Setyowati (2018), menjelaskan bahwa pendekatan struktur kepemilikan dapat dijelaskan melalui dua sudut pandang, yaitu pendekatan keagenan dan pendekatan informasi asimetri. Berdasarkan pendekatan keagenan, struktur kepemilikan merupakan mekanisme untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham, sedangkan menurut pendekatan informasi asimetri memandang bahwa mekanisme struktur kepemilikan merupakan sebuah cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi yang dimiliki antara pihak *insider* dengan

*outsider* melalui pengungkapan informasi di pasar modal. Pemilik saham berusaha membuat berbagai strategi dalam mencapai tujuan perusahaan, salah satunya merupakan strategi yang mengatur struktur kepemilikan di mana kepemilikan institusional berfungsi untuk memberikan pengawasan kepada manajer dalam mengambil berbagai keputusan. Profitabilitas merupakan konsekuensi dari berjalannya perusahaan tersebut (Susyani & Marlina, 2022). Jika demikian, maka kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba merupakan konsekuensi dari segala bentuk aktivitas di perusahaan yang mana hal ini mencakup terkait kebijakan keputusan struktur kepemilikan dan keputusan tata kelola perusahaan yang sangat memengaruhi bagaimana perusahaan bergerak dalam usahanya untuk memaksimalkan keuntungan.

Pemberian sebagian saham kepada pihak manajemen merupakan upaya untuk mensejajarkan kepentingan manajer dengan kepentingan pemilik. Dengan memberikan sebagian saham kepada manajer, maka manajer juga merasa bahwa kepentingan untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan merupakan tanggungjawabnya sehingga dengan meningkatnya kinerja keuangan sehingga perusahaan akan mengalami peningkatan nilai perusahaan yang membuat manajer maupun pemilik dapat dimakmurkan secara bersamaan. Dengan memberikan saham kepada manajer juga diharapkan dapat mendistribusikan risiko bisnis perusahaan karena pembagian konsentrasi saham ini dapat membuat hubungan positif antara risiko dan kepemilikan internal. Kepemilikan manajemen secara langsung dapat mengontrol kinerja perusahaan dan meningkatkannya. Hal ini menyebabkan peningkatan keuntungan perusahaan dan meningkatkan nilai perusahaan. Meskipun demikian, pemberian saham kepada manajer bukan berarti memberikan manajer kendali penuh dalam menjalankan perusahaan. Manajer masih memerlukan kontrol untuk menjaganya tetap memiliki persamaan kepentingan dengan pemegang saham. Kepemilikan saham oleh pihak institusional merupakan salah satu cara untuk mengontrol dan mengawasi perilaku manajer.

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi yang berperan penting dalam memberikan pengawasan, mendisiplinkan dan memengaruhi manajer sehingga dapat memaksakan manajemen untuk menghindari perilaku yang egois. Menurut Ramadhani & Andayani (2019), kepemilikan institusional adalah kepemilikan dari pihak institusi, asuransi, bank, dan perusahaan investasi lainnya yang mempunyai pengaruh penting untuk meningkatkan pengawasan terhadap kinerja manajemen baik lokal maupun asing. Peningkatan pengawasan ini dapat meningkatkan kinerja manajemen dalam menjalankan perusahaan untuk meraih keuntungan serta terdapat kemungkinan apabila investor institusional merasa tidak puas atas kinerja manajerial sehingga investor institusional akan menjual kepemilikan sahamnya kepada pasar (Fiandri & Muid, 2017). Dengan adanya kemungkinan tersebut, maka manajer akan berusaha dengan semaksimal mungkin dalam melakukan pengelolaan perusahaan. Pemberian pengawasan yang optimal juga dapat mencegah pihak manajemen untuk melakukan kecurangan pada laporan keuangan yang dapat merugikan prinsipal perusahaan. Hal ini menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat meningkatkan kinerja keuangan dan nilai perusahaan melalui pengawasan terhadap pihak manajemen perusahaan.

Berbagai penelitian telah dilakukan dan menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dapat menciptakan pengawasan manajemen yang tepat atas aktivitas perusahaan dan memengaruhi peningkatan nilai perusahaan. Namun, permasalahan agensi merupakan permasalahan yang sangat kompleks karena perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Hasil penelitian yang dilakukan oleh (Pratama

et al., 2019) dan (Suriawinata & Nurmalita, 2022) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan kepemilikan institusional berpengaruh positif dengan nilai perusahaan. Hal ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh (B. Gunawan & Mawarni, 2021) dan (Suparlan, 2019) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Melihat dari fenomena yang terjadi dan adanya ketidakkonsistenan hasil penelitian dari peneliti sebelumnya serta terdapat perbedaan kondisi perekonomian yang disebabkan oleh pandemi Covid-19. Tujuan dari penelitian ini yaitu untuk mengetahui peran mediasi dari variabel *financial performance* dalam menganalisis pengaruh variabel *corporate governance* terhadap nilai perusahaan, maka rumusan masalah yang diambil dalam penelitian ini adalah (i) Apakah kepemilikan manajerial memengaruhi nilai perusahaan, (ii) Apakah kepemilikan institusional memengaruhi nilai perusahaan, (iii) Apakah kinerja keuangan dipengaruhi oleh struktur kepemilikan dan dapat memengaruhi nilai perusahaan. Penelitian ini diharapkan menjadi pertimbangan perusahaan dalam memberikan opsi saham kepada manajemen perusahaan berdasarkan kinerja yang diberikan. Selain itu, penelitian ini juga memberikan penambahan wawasan terkait pengaruh pemberian opsi saham kepada manajer dan kinerjanya dalam mengelola perusahaan.

## **2. Kajian Pustaka**

### **2.1. Landasan Teori**

#### **2.1.1. Agency Theory**

Terganggunya kinerja keuangan dan nilai perusahaan dapat disebabkan oleh perbedaan kepentingan antara pihak manajemen perusahaan dengan pemilik saham. Perbedaan kepentingan ini dapat dijabarkan melalui teori agensi. Teori agensi merupakan teori yang menyatakan adanya keterkaitan dan kontrak antara pemilik saham sebagai prinsipal perusahaan dan manajemen sebagai agen perusahaan. Teori agensi ini dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976. Menurut Jensen & Meckling dalam Murhadi (2021), teori agensi menggunakan pendekatan struktur kepemilikan modal sebagai pemisahan antara pemilik sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen dengan konsentrasi kepemilikan yang disusun sedemikian rupa untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok berkepentingan. Pada teori agensi, pihak manajemen sebagai agen dari perusahaan yang diharapkan oleh para pemegang saham agar agen bertindak atas kepentingan *stakeholder*.

Menurut Nilayanti & Suaryana (2019), konflik kepentingan dapat terjadi karena konsentrasi struktur kepemilikan yang tidak tepat sehingga tidak dapat menyelaraskan kepentingan agen dan prinsipal yang bertujuan untuk meminimalisir masalah keagenan yang diakibatkan karena informasi yang asimetris dan kondisi yang penuh ketidakpastian. Pemberian kepemilikan saham kepada manajer bertujuan untuk memberikan *sense of belonging* (perasaan memiliki), motivasi, dan tanggung jawab lebih kepada manajer untuk meningkatkan kinerjanya dalam mengelola perusahaan sehingga perusahaan dapat menghasilkan keuntungan lebih dan meningkatkan nilai perusahaan, sedangkan kepemilikan oleh pemilik dan institusi bertujuan untuk memberikan pengawasan terhadap manajer perusahaan.

### 2.1.2. *Signaling Theory*

Investor dalam melakukan kegiatan investasi memerlukan informasi terkait nilai perusahaan yang dianggap sangat penting sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan investasi. Informasi terkait nilai perusahaan dapat membantu investor maupun pelaku usaha dalam menentukan keputusan investasi. *Signalling theory* membahas terkait kepentingan informasi yang keluar dari perusahaan, apabila suatu perusahaan dapat memberikan informasi yang positif diharapkan pasar akan bereaksi dan mengundang investor untuk menginvestasikan modalnya pada perusahaan yang memberikan informasi positif tersebut. Teori sinyal ini pertama kali dikemukakan oleh Michael Spence pada tahun 1973.

Menurut Michael Spence dalam Salsabila & Marsono (2022), *signalling theory* memberikan suatu sinyal dari pihak pemilik informasi yang berusaha untuk memberikan informasi yang bermanfaat kepada penerima informasi sehingga penerima informasi dapat memanfaatkan informasi tersebut. Apabila perusahaan mengeluarkan suatu informasi ke pasar, maka pasar akan menganalisis isi dari informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan dan menginterpretasinya. Jika informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan berisi berita positif akan menyebabkan peningkatan volume perdagangan saham sehingga nilai perusahaan akan meningkat.

### 2.1.3. *Good Corporate Governance*

*Good Corporate Governance* merupakan sistem yang mengatur, mengelola dan mengawasi proses pengendalian usaha perusahaan dalam tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan sebagai bentuk perhatian dan pertanggungjawaban kepada *stakeholder*. Pelaksanaan *Good Corporate Governance* di Indonesia memiliki beberapa prinsip sesuai dengan Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG) pada tahun 2006, Adapun prinsip-prinsip tersebut meliputi:

#### a. Transparansi

Dalam menjalankan aktivitas bisnisnya perusahaan harus menjaga objektivitasnya dan bersifat terbuka kepada publik terkait permasalahan yang dialami perusahaan dan pengambilan keputusan yang dilakukan oleh perusahaan. Pelaksanaan transparansi ini dapat berupa penyediaan informasi kondisi keuangan perusahaan melalui laporan keuangan, struktur kepemilikan perusahaan, strategi yang dilakukan perusahaan, dan sebagainya yang dibagikan kepada publik secara tepat waktu, akurat dan mudah untuk mengaksesnya.

#### b. Akuntabilitas

Pelaksanaan kegiatan usaha perusahaan dapat dimintakan pertanggungjawabannya secara transparan dan wajar, sehingga perusahaan wajib dikelola dengan benar dan teratur. Pelaksanaan prinsip akuntabilitas ini berupa kejelasan terkait tugas, tanggung jawab, dan peranan dalam implementasi *Corporate Governance*.

#### c. Pertanggungjawaban

Perusahaan bertanggung jawab kepada *stakeholder* dan masyarakat publik untuk mematuhi segala peraturan dan undang-undang yang berlaku sehingga dapat menciptakan kegiatan usaha yang berkesinambungan jangka panjang.

#### d. Independensi

Pelaksanaan perusahaan wajib dijalankan secara independen sehingga tidak ada pihak yang mendominasi maupun mengintervensi demi kepentingan tertentu yang dapat menimbulkan konflik kepentingan dengan tujuan agar pengambilan keputusan yang dilakukan perusahaan bersifat objektif.

e. Kesetaraan dan Kewajaran

Perusahaan dalam menjalankan kegiatan usahanya harus memberikan kesempatan dan perlakuan yang adil dan wajar bagi seluruh pihak yang berkepentingan, baik itu pemegang saham, manajemen, karyawan atau lainnya serta perusahaan wajib memperhatikan hak-hak dan kepentingan pihak tersebut.

Menurut Kelvianto & Mustamu (2018), pengimplementasian *Good Corporate Governance* memberikan manfaat sebagai berikut:

- a. Mengurangi masalah keagenan
- b. Mengurangi biaya modal
- c. Meningkatkan nilai saham perusahaan dan citra perusahaan terhadap publik
- d. Menciptakan dukungan bagi para pemangku kepentingan di lingkungan perusahaan.

#### **2.1.4. Managerial Ownership**

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan dalam bentuk persentase dari saham yang beredar. Hal ini mengindikasikan bahwa manajemen dapat memiliki dua peran yakni sebagai agen yang mengelola perusahaan dan juga prinsipal yang memegang saham perusahaan. Menurut Murhadi (2021), kepemilikan manajerial dinilai dapat mengurangi masalah keagenan yang terjadi di perusahaan. Keterlibatan manajer sebagai pemilik saham mampu membuat manajer mempertimbangkan segala risiko yang dapat ditimbulkan dari berbagai aktivitas yang dilakukannya, sehingga manajer akan senantiasa untuk melakukan berbagai upaya dalam peningkatan nilai perusahaan. Hal ini menandakan bahwa pemberian saham kepada manajer dapat menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham.

Di Indonesia pelaksanaan kepemilikan manajer diatur melalui Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 14/POJK.04/2019 tentang Perubahan Atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu pada Pasal 1 Ayat 8 di mana program kepemilikan manajerial disebut sebagai Program Kepemilikan Saham Perusahaan Terbuka yang menawarkan dan memberikan saham perusahaan sebagai kompensasi kepada karyawan, anggota direksi, dan anggota dewan komisaris. Program ini lebih dikenal sebagai ESOP/MSOP (*Employee Stock Ownership Plan/Management Stock Ownership Plan*).

#### **2.1.5. Institutional Ownership**

Kepemilikan institutional merupakan kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh investor eksternal yang berbentuk institusi. Menurut Ramadhani & Andayani (2019), kepemilikan institutional adalah kepemilikan dari pihak institusi, asuransi, bank, dan perusahaan investasi lainnya yang mempunyai pengaruh penting untuk meningkatkan pengawasan terhadap kinerja manajemen. Kepemilikan institutional dianggap berperan aktif dalam memantau kegiatan usaha yang dijalankan oleh perusahaan (Manurung, 2022). Hal ini dikarenakan pihak institusi memiliki sumber daya, keahlian, dan



kemampuan untuk memberikan pengawasan kepada manajemen, sehingga dapat mencegah perilaku menyimpang dari manajer untuk mementingkan diri mereka sendiri.

#### **2.1.6. *Financial Performance***

Kinerja keuangan menjadi penilaian investor dalam menilai kinerja suatu perusahaan. Kinerja keuangan terlampir pada laporan keuangan perusahaan di mana kinerja keuangan dapat mencerminkan posisi keuangan, laba, perubahan ekuitas, dan arus kas perusahaan. Dengan melihat kinerja keuangan, investor dapat melihat tingkat profitabilitas perusahaan dalam menghasilkan laba atas penggunaan sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin efisien dan efektif pemanfaatan sumber daya yang digunakan, maka perusahaan dapat meningkatkan laba dan nilai perusahaan. Profitabilitas merupakan konsekuensi dari berjalannya perusahaan tersebut (Susyani & Marlina, 2022). Maka kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba merupakan konsekuensi dari segala bentuk aktivitas di perusahaan yang mana hal ini mencakup terkait kebijakan keputusan struktur kepemilikan dan keputusan tata kelola perusahaan yang sangat memengaruhi bagaimana perusahaan bergerak dalam usahanya untuk memaksimalkan keuntungan.

#### **2.1.7. *Firm Value***

Nilai perusahaan merupakan indikator bagi investor dalam menilai tingkat keberhasilan perusahaan yang dilihat melalui harga saham perusahaan. Nilai perusahaan merupakan bentuk kepercayaan dari investor terhadap perusahaan. Nilai perusahaan yang maksimal dapat menarik minat investor dan kreditur untuk memberikan dananya sehingga perusahaan akan mendapatkan sumber dana yang potensial melalui investasi dari investor maupun pemberian kredit dari kreditur (Ali & Faroji, 2021).

Menurut Wijaya (2021), peningkatan dan pemaksimalan nilai yang dimiliki perusahaan diikuti dengan peningkatan harga saham, maka peningkatan nilai perusahaan juga mencerminkan peningkatan kemakmuran pemegang saham. Untuk meningkatkan nilai perusahaan bukanlah perkara yang mudah, terdapat berbagai faktor yang memengaruhi tinggi rendahnya nilai perusahaan seperti kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profitabilitas dan juga pengelolaan perusahaan yang baik sehingga perusahaan dapat menjalankan kegiatan usahanya dengan efektif dan efisien.

## **2.2. Pengembangan Hipotesis**

### **2.2.1 *Managerial ownership dan financial performance***

Pemberian saham kepada manajemen perusahaan merupakan salah satu cara yang efektif dalam meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Menurut Brigham dan Ehrhardt dalam Panjaitan (2019), kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham dapat bertentangan sehingga pemberian saham kepada manajer, menjamin manajer untuk melakukan tugasnya dengan baik. Manajer yang menjalankan tugasnya dengan baik ialah manajer yang dapat memanfaatkan sumber daya yang dimiliki perusahaan secara efisien dan efektif sehingga perusahaan dapat menghasilkan laba sebanyak-banyaknya. Penelitian yang dilakukan oleh (Henryanto Wijaya, 2020) menyatakan bahwa kepemilikan manajer berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis pertama (H1) yang diajukan:

**H1: *Managerial ownership* berpengaruh positif terhadap *financial performance***

### 2.2.2 *Institutional ownership dan financial performance*

Menurut Gunawan (2022), kepemilikan institutional memberikan peranan yang aktif dalam mengawasi kinerja manajer perusahaan. Pemberian pengawasan ini dapat meningkatkan kinerja manajer perusahaan dalam mengelola perusahaan dan tetap menjaga manajer agar memiliki kepentingan yang sama, maka dengan memberikan pengawasan diharapkan manajer dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Reysa et al., 2022). Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis kedua (H2) yang diajukan:

**H2: *Institutional ownership* berpengaruh positif terhadap *financial performance***

### 2.2.3 *Financial performance dan firm value*

*Financial performance* atau yang lebih dikenal dengan kinerja keuangan merupakan salah satu indikator penting dalam menilai perusahaan. Menurut Kasmir (2018), kinerja keuangan perusahaan dapat dicerminkan melalui rasio profitabilitas. Prospek kemampuan perusahaan dalam mendatangkan laba dari pemanfaatan aset perusahaan dapat memengaruhi nilai perusahaan (Sukamulja, 2021). Dalam *signalling theory* menjelaskan bahwa informasi positif dari perusahaan dapat menarik minat investor untuk menanamkan modalnya ke perusahaan, sehingga informasi positif terkait kemampuan perusahaan memperoleh laba akan menarik minat investor dan akan menyebabkan peningkatan nilai perusahaan sesuai dengan hasil penelitian dari (Pujarini, 2020). Berdasarkan uraian yang telah disampaikan maka hipotesis ketiga (H3) yang diajukan:

**H3: *Financial performance* berpengaruh positif terhadap *firm value***

### 2.2.4 *Managerial ownership dan firm value*

Menurut Adrianingtyas (2019), kepemilikan manajerial dinilai dapat mengurangi masalah keagenan yang terjadi di perusahaan. Keterlibatan manajemen dalam kepemilikan perusahaan diharapkan dapat meningkatkan kinerja manajemen sehingga juga akan meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Suparlan, (2019) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif atas nilai perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis keempat (H4) yang diajukan:

**H4: *Managerial ownership* berpengaruh positif terhadap *firm value***

### 2.2.5 *Institutional ownership dan firm value*

Menurut Henryanto Wijaya (2020), kepemilikan institutional adalah kepemilikan dari pihak institusi, asuransi, bank, dan perusahaan investasi yang mempunyai pengaruh penting untuk meningkatkan pengawasan terhadap kinerja manajemen. Peningkatan pengawasan ini dapat meningkatkan kinerja manajemen dalam menjalankan perusahaan untuk meraih keuntungan serta terdapat kemungkinan apabila investor institutional merasa tidak puas atas kinerja manajerial, maka investor institutional akan menjual kepemilikan sahamnya kepada pasar (Fiandri & Muid, 2017).

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Pratama et al., (2019) kepemilikan institutional berpengaruh terhadap nilai perusahaan, Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis kelima (H5) yang diajukan:

**H5: *Institutional ownership* berpengaruh positif terhadap *firm value***

### 2.2.6 *Managerial ownership dan firm value melalui mediasi financial performance*

Kepemilikan manajerial dapat meningkatkan kinerja manajer dalam menghasilkan profitabilitas bagi perusahaan karena kesamaan kepentingan

antara manajer dengan pemegang saham perusahaan. Profitabilitas perusahaan memengaruhi nilai perusahaan karena perusahaan yang profitable dapat menarik minat investor untuk menanamkan modalnya sehingga nilai perusahaan yang dapat menghasilkan profitabilitas tinggi dianggap bernilai tinggi oleh investor (Hidayat & Khotimah, 2022). Hasil penelitian yang dilakukan oleh (Rachmah & Iswara, 2023) mengatakan bahwa kinerja keuangan mampu memediasi pengaruh tidak langsung dari kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis keenam (H6) yang diajukan:

**H6: *Managerial ownership* berpengaruh terhadap *firm value* melalui *financial performance***

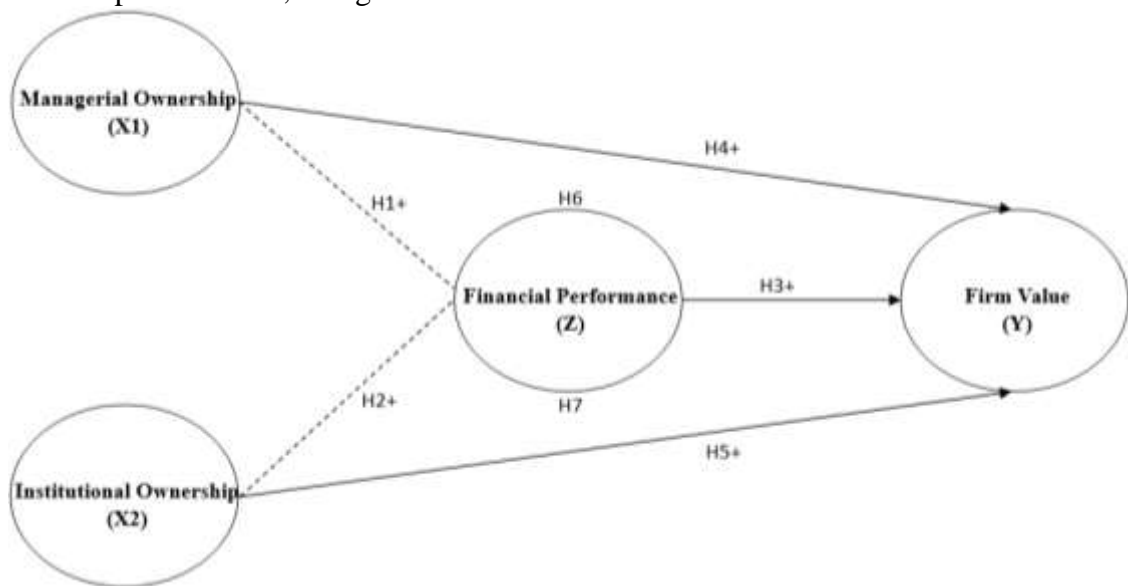
**2.2.7 *Institutional ownership* dan *firm value* melalui mediasi *financial performance***

Pengawasan yang diberikan oleh pihak institusi dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan karena manajer khawatir apabila kinerja keuangan perusahaan tidak memuaskan, maka investor institutional akan menarik seluruh modal investasinya sehingga pengawasan ini diharapkan dapat meningkatkan kinerja manajer yang optimal dan tetap menjaga manajer untuk memiliki kesamaan kepentingan untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan dengan harapan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh (Manurung, 2022) menyatakan bahwa kinerja keuangan mampu memediasi pengaruh tidak langsung dari kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis ketujuh (H7) yang diajukan:

**H7: *Institutional ownership* berpengaruh terhadap *firm value* melalui *financial performance***

**2.3. Model Penelitian**

Berdasarkan hipotesis yang telah diuraikan, model penelitian yang digunakan di dalam penelitian ini, sebagai berikut:



**Gambar 2.1 Kerangka Model Penelitian**

**Keterangan:**

- > : Bepengaruh langsung
- - - - -> : Dimediasi melalui variabel intervening

### **3. Metode Penelitian**

#### **3.1. Jenis Penelitian**

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif. Penelitian kuantitatif merupakan jenis penelitian dengan bentuk angka sebagai data yang akan digunakan untuk menguji setiap hipotesis yang diajukan di dalam penelitian. Menurut Sugiyono (2019), penelitian kuantitatif adalah penelitian yang menggunakan populasi dan sampel data tertentu, pengumpulan data menggunakan instrumen penelitian serta analisis data bersifat statistik dengan tujuan untuk menetapkan hipotesis yang telah ditetapkan. Penelitian ini menggunakan pendekatan kausal yang merupakan pendekatan penelitian yang bertujuan untuk mengetahui hubungan sebab akibat dari penelitian antara variabel independen terhadap variabel dependen.

Dalam penelitian ini terdapat tiga jenis variabel, yaitu variabel independen, variabel dependen, dan variabel intervening. Variabel independen adalah variabel stimulus yang memberikan pengaruh atau penyebab berubahnya variabel dependen, sedangkan variabel dependen merupakan variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat dari variabel independen. Variabel intervening sendiri merupakan variabel mediasi atau penyela dari pengaruh variabel independen dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh tidak langsung dari variabel independen. Variabel independen di dalam penelitian meliputi *managerial ownership* (X1) dan *institutional ownership* (X2). Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *firm Value* (Y) serta variabel interveningnya adalah *financial performance* (Z).

#### **3.2. Populasi dan Sampel**

Menurut Sugiyono (2019), populasi adalah suatu wilayah generalisasi yang terdiri dari objek atau subjek yang memiliki karakteristik dan kuantitas tertentu yang telah ditentukan oleh peneliti untuk dipelajari dan ditarik kesimpulannya, sedangkan sampel merupakan bagian dari populasi yang menjadi sumber data penelitian yang memiliki karakteristik populasi.

Dalam penelitian ini menggunakan Perusahaan Sektor Keuangan (*IDX Finance*) yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia selama periode 2019-2021. Pada sektor keuangan terdapat 115 perusahaan yang terdaftar selama periode 2019-2021. Pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *non-probability sampling* dengan teknik *purposive sampling* yang menerapkan kriteria tertentu untuk pengambilan sampel. Kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah (1) perusahaan sektor keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2019-2021 (2) perusahaan sektor keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan mempublikasikan laporan keuangan secara lengkap serta konsisten selama periode 2019-2021 (3) perusahaan sektor keuangan yang melaksanakan program ESOP/MSOP.

#### **3.3. Jenis dan Sumber Data**

Dalam penelitian ini menggunakan data sekunder. Data sekunder merupakan data yang tidak didapatkan secara langsung oleh pengumpul data (Sugiyono, 2019). Data sekunder yang digunakan di dalam penelitian ini berupa laporan keuangan perusahaan sektor keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2019-2021. Data sekunder yang digunakan bersumber dari laporan tahunan (*annual report*) yang telah dipublikasikan perusahaan pada Bursa Efek Indonesia serta *website* resmi perusahaan.

### 3.4. Definisi Operasional Variabel

*Firm value* merupakan variabel dependen yang digunakan di dalam penelitian ini. *Firm value* merupakan indikator penting yang digunakan oleh investor. Perusahaan yang memiliki nilai perusahaan tinggi menandakan bahwa perusahaan tersebut merupakan perusahaan yang memiliki prospek yang baik untuk ditanamkan modal ataupun diberikan pendanaan oleh kreditur (S. Sembiring & Trinawati, 2022). Salah satu cara untuk menilai perusahaan adalah dengan menggunakan rasio pasar yang membandingkan harga pasar per lembar saham dengan harga buku per lembar saham perusahaan, metode ini dikenal dengan *Market to Book Value* (MBV). Adapun menurut Kasmir, (2018) formula rasio pasar yang digunakan untuk mengukur MBV sebagai berikut:

$$\text{Market to Book Value} = \frac{\text{Harga Pasar per Lembar Saham}}{\text{Harga Buku per Lembar Saham}}$$

Variabel independen yang digunakan pada penelitian ini adalah *managerial ownership* dan *institutional ownership*. Kepemilikan manajerial merupakan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh direksi, manajer dan dewan komisaris. Kepemilikan manajerial diukur menggunakan persentase dari saham yang dimiliki oleh pihak manajemen dari keseluruhan saham perusahaan yang beredar di pasar sehingga menurut Ginanti (2022), kepemilikan manajerial dapat diukur dengan formula sebagai berikut:

$$\text{Managerial Ownership} = \frac{\text{Jumlah Saham Yang Dimiliki Manajemen}}{\text{Jumlah Saham Yang Beredar}}$$

Variabel independen berikutnya adalah *institutional ownership*. Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak eksternal terutama perusahaan perbankan, asuransi dan perusahaan investasi lainnya (Susyani & Marlina, 2022). Kepemilikan institusional diukur menggunakan tingkat persentase kepemilikan yang dimiliki oleh pihak institusional dari keseluruhan saham yang beredar di pasar. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Suparlan (2019), kepemilikan institusional dapat diukur menggunakan formula sebagai berikut:

$$\text{Institutional Ownership} = \frac{\text{Jumlah Saham Yang Dimiliki Institusi}}{\text{Jumlah Saham Yang Beredar}}$$

*Financial performance* atau kinerja keuangan perusahaan digunakan sebagai variabel intervening di dalam penelitian ini. Kinerja keuangan perusahaan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba atas pemanfaatan sumber daya yang dimilikinya (Ali & Faroji, 2021). Kinerja keuangan dapat diukur menggunakan rasio profitabilitas terutama *Return on Asset* (ROA) yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menggunakan kekayaan yang dimiliki untuk menghasilkan laba. Adapun menurut Kasmir (2018), formula dari ROA sebagai berikut:

$$\text{Return on Assets} = \frac{\text{Laba setelah Pajak}}{\text{Total Aset}}$$

### 3.5. Alat Analisis

Penelitian ini menggunakan metode analisis data kuantitatif yang diolah secara statistik. Pengolahan data dilakukan menggunakan bantuan perangkat lunak *Statistical Program for Social Science* (SPSS) versi 26. Penelitian ini juga menggunakan metode analisis regresi linear berganda dan uji sobel untuk mengetahui pengaruh mediasi dari

variabel intervening. Adapun model persamaan regresi yang digunakan di dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$ROA = \alpha + \beta_1 \text{Managerial Ownership} + \beta_2 \text{Institutional Ownership} + \epsilon$$

$$MBV = \alpha + \beta_1 \text{Managerial Ownership} + \beta_2 \text{Institutional Ownership} + \beta_3 ROA + \epsilon$$

Untuk melihat besaran pengaruh masing-masing variabel:

$$\text{Total Effect Managerial Ownership} = (H4) + (H1)(H3)$$

$$\text{Total Effect Institutional Ownership} = (H5) + (H2)(H3)$$

$$\text{Total Effect ROA} = (H3)$$

Persamaan regresi pertama digunakan pada penelitian ini untuk mengetahui pengaruh variabel independen dalam memengaruhi variabel mediasi dalam penelitian ini serta mengetahui kecocokan variabel *intervening* untuk digunakan dalam memediasi variabel independen kepada variabel dependen, sedangkan pada persamaan regresi kedua digunakan pada penelitian ini untuk mengetahui pengaruh variabel independen dan variabel *intervening* dalam memengaruhi variabel dependen.

### 3.5.1. Uji Asumsi Klasik

Analisis regresi mengharuskan menggunakan uji asumsi klasik untuk mendapatkan hasil analisis data yang sesuai dengan syarat pengujian sebagai bentuk ketepatan model yang akan digunakan di dalam penelitian (Ghozali, 2018). Uji asumsi klasik yang dilakukan pada penelitian ini terdiri dari:

#### a. Uji Normalitas

Menurut Ghozali, (2018) uji normalitas digunakan untuk mengetahui normal atau tidaknya pendistribusian data. Model regresi yang baik merupakan model yang memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Pengujian normalitas menggunakan metode *one sample* Kolmogorov-Smirnov. Pendistribusian data dikatakan normal apabila nilai signifikansi model regresi yang digunakan lebih dari 0,05.

#### b. Uji Autokorelasi

Menurut Ghozali, (2018) uji autokorelasi merupakan uji data yang bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi linear yang digunakan terjadi korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya ( $t-1$ ). Penelitian ini menggunakan uji autokorelasi dikarenakan penelitian ini menggunakan data jenis data panel yang termasuk dengan jenis data *time series* untuk menyandingkan data antar waktu tertentu dengan waktu lainnya. Pengujian autokorelasi di dalam penelitian ini menggunakan uji Durbin-Watson dengan kriteria data tidak mengalami autokorelasi apabila nilai Durbin-Watson memenuhi kriteria  $dU < DW < 4 - dL$ .

#### c. Uji Multikolinearitas

Model regresi yang digunakan di dalam suatu penelitian seharusnya tidak memiliki korelasi antar variabel independen sehingga untuk mengetahui hal tersebut dapat dilakukan pengujian melalui uji multikolinearitas. Variabel independen yang tidak berkorelasi dapat diketahui apabila nilai *Variance Inflation Factors* (VIF) tidak lebih dari 10 dan nilai *tolerance* tidak kurang dari 0,10.

d. Uji Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas merupakan pengujian yang dilakukan untuk mengetahui ketidaksamaan varian dari residual data. Menurut Ghazali (2018), uji heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan uji *Glejser* pada perangkat lunak SPSS. Pada uji *Glejser* agar data dapat dikatakan homogen, maka tingkat nilai signifikansi variabel independen lebih besar dari 0,05.

**3.5.2. Uji Koefisien Determinasi**

Menurut Ghazali (2018), uji koefisien determinasi digunakan untuk mengukur dan menerangkan variasi dari variabel independen dan pengaruhnya terhadap variabel dependen. Semakin besar *R-Square*, maka semakin besar pula kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen pada suatu model regresi penelitian.

**3.5.3. Uji Analisis Jalur (*Path Analysis*)**

Uji analisis jalur merupakan pengujian yang berfungsi untuk menguji variabel intervening. Hasil dari pengujian ini berupa perbandingan pengaruh mana yang lebih besar antara pengaruh langsung dengan pengaruh tidak langsung sehingga peneliti dapat mengetahui kemampuan dari variabel mediasi. Untuk mengetahui kemampuan mediasi suatu variabel *intervening*, maka dibutuhkan t-hitung yang lebih besar dari t-tabel. Penelitian ini menggunakan tingkat toleransi kesalahan sebesar 5%, maka suatu variabel *intervening* dapat dikatakan memiliki kemampuan untuk memediasi variabel dependen terhadap variabel independen harus memiliki nilai t-hitung yang lebih besar dari 1,96.

**3.5.4. Uji Hipotesis**

a. Uji Statistik F

Pengujian statistik F digunakan untuk mengetahui pengaruh simultan dari seluruh variabel independen terhadap variabel dependen. Pengujian ini dapat dikatakan signifikan apabila nilai probabilitas signifikansi kurang dari 0,05 dan memiliki nilai F-hitung yang lebih besar dari nilai F-tabel.

b. Uji Statistik T

Pengujian statistik T digunakan untuk mengetahui pengaruh parsial dari variabel independen terhadap variabel dependen. Pengujian ini dapat dikatakan signifikan apabila nilai probabilitas signifikansi kurang dari 0,05.

c. Uji Sobel

Uji sobel digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel mediasi. Menurut Ghazali (2018), uji sobel digunakan untuk menguji pengaruh tidak langsung dari variabel independen terhadap variabel dependen melalui variabel intervening. Di dalam penelitian ini juga menggunakan pengujian sobel melalui metode *bootstrapping* sampel sebanyak 1.000 kali dikarenakan sampel yang digunakan di dalam penelitian ini berjumlah sedikit dan pengujian sobel mewajibkan pengujian terhadap jumlah sampel yang besar untuk mengetahui pengaruh dan kemampuan mediasi suatu variabel. Variabel *intervening* dapat dikatakan memiliki kemampuan mediasi apabila t-hitung lebih besar dari t-tabel yakni 1,96 karena penelitian ini menggunakan tingkat toleransi kesalahan sebesar 5%.

## 4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

### 4.1. Gambaran Umum Objek Penelitian

Penelitian ini menggunakan Perusahaan Keuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada periode 2019-2021 sebagai objek penelitian. Menurut Sugiyono (2019), objek penelitian merupakan suatu hal yang memiliki variasi tertentu yang telah dipilih dan ditentukan oleh peneliti yang digunakan dalam penelitian di mana hal tersebut merupakan sesuatu yang perlu diteliti agar dapat teridentifikasi sebuah pemahaman yang lebih akurat sehingga dapat ditarik menjadi sebuah kesimpulan. Data yang disajikan berasal dari laporan tahunan (*annual report*) yang dikeluarkan oleh Perusahaan Keuangan pada periode 2019-2021 dengan total populasi sebanyak 115 perusahaan. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling*. Adapun jumlah sampel dan observasi yang digunakan di dalam penelitian:

**Tabel 4.1 Kriteria Sampel**

Kriteria Sampel	Jumlah
Perusahaan Sektor Keuangan yang terdaftar dan aktif di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2021	115
Perusahaan Sektor Keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan mempublikasikan laporan keuangan secara lengkap serta konsisten selama periode 2019-2021	(34)
Perusahaan Sektor Keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan melaksanakan program ESOP/MSOP pada periode 2019-2021	(54)
Jumlah perusahaan terpilih sebagai sampel	27

Dengan kriteria sampel seperti di atas, maka penelitian ini menggunakan 27 perusahaan yang memenuhi kriteria sampel. Penelitian menggunakan data *time series* dengan lama periode waktu tiga tahun dari tahun 2019 hingga 2021 sehingga jumlah observasi yang dilakukan dalam penelitian ini sebanyak 81 observasi.

## 4.2. Analisis Data

### 4.2.1. Statistik Deskriptif

**Tabel 4.2 Statistik Deskriptif**

	Descriptive Statistics				
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Managerial Ownership	81	.00	62.29	4.3801	12.78371
Institutional Ownership	81	20.57	99.98	74.5608	18.64935
Financial Performance	81	-.18	.41	.0226	.06743
Firm Value	81	.09	37.88	2.0875	4.54803
Valid N (listwise)	81				

**Sumber: data diolah**

Berdasarkan data analisa deskriptif di atas dengan jumlah 81 sampel, variabel *Managerial Ownership* memiliki rata-rata sebesar 4,38 dan standar deviasi 12,78 menunjukkan data *Managerial Ownership* tidak bervariasi karena nilai rata-rata dibawah standar deviasi. Variabel *Institutional Ownership* memiliki rata-rata sebesar 74,56 dan standar deviasi sebesar 18,64 sehingga menunjukkan data *Institutional Ownership* bervariasi karena memiliki nilai



rata-rata yang lebih besar dari standar deviasi. Variabel *Financial Performance* memiliki rata-rata sebesar 0,023 dengan standar deviasi sebesar 0,067 sehingga *Financial Performance* tidak bervariasi karena memiliki nilai rata-rata yang di bawah nilai standar deviasi. Variabel *Firm Value* memiliki nilai rata-rata 2,09 dan standar deviasi 4,55 sehingga *Firm Value* tidak bervariasi karena memiliki nilai rata-rata di bawah nilai standar deviasi.

#### 4.2.2. Uji Normalitas

Pada penelitian ini dilakukan pengujian normalitas masing-masing pada kedua persamaan regresi untuk mengetahui bahwa sampel yang digunakan dalam penelitian terdistribusi secara normal.

Tabel 4.3 Uji Normalitas Persamaan 1

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		81
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.05936336
Most Extreme Differences	Absolute	.250
	Positive	.230
	Negatif	-.250
Test Statistic		.250
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 <sup>c</sup>

Tabel 4.4 Uji Normalitas Persamaan 2

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		81
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	4.98784597
Most Extreme Differences	Absolute	.280
	Positive	.280
	Negatif	-.269
Test Statistic		.280
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 <sup>c</sup>

Sumber: data diolah

Pengujian normalitas menggunakan uji *one sample* Kolmogorov-Smirnov dengan menggunakan data sampel asli hasil dari uji normalitas memiliki data yang tidak terdistribusi normal karena nilai signifikansinya kurang dari 0,05. Untuk mengobati data yang tidak berdistribusi secara normal dalam penelitian ini digunakan metode transformasi data dan menyingkirkan outlier dari sampel data. Metode transformasi data dengan mentransformasi variabel independen dengan menggunakan logaritma natural.

Tabel 4.5 Persamaan 1 Setelah Pengobatan

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		75
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	.0000000	.0000000
	.01166118	.05936336
Most Extreme Differences	.070	.250
	.042	.230
	-.070	-.250
Test Statistic		.070
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 <sup>c,d</sup>

Tabel 4.6 Persamaan 2 Setelah Pengobatan

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		75
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	.0000000	.0000000
	.94092210	4.98784597
Most Extreme Differences	.095	.280
	.089	.280
	-.095	-.269
Test Statistic		.095
Asymp. Sig. (2-tailed)		.088 <sup>c,d</sup>

Sumber: data diolah

Berdasarkan hasil pengujian ulang pada data sampel perusahaan didapatkan hasil uji nilai probabilitas *Asymp. Sig. (2-tailed)* pada persamaan pertama sebesar 0,200 dan persamaan kedua sebesar 0,088 yang menunjukkan bahwa data telah berdistribusi secara normal dikarenakan nilai signifikansinya lebih besar dari 0,05.

#### 4.2.3. Uji Multikolinearitas

**Tabel 4.7 Uji Multikolinearitas Persamaan 1**

Coefficients <sup>a</sup>							
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.281	.019		14.584	.000		
LN_X1	-.002	.000	-.496	-5.009	.000	.913	1.095
LN_X2	.010	.005	.214	2.164	.034	.913	1.095

Sumber: data diolah

**Tabel 4.8 Uji Multikolinearitas Persamaan 2**

Coefficients <sup>a</sup>							
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	2.219	3.117		.712	.479		
LN_X1	-.035	.046	-.106	-.749	.456	.677	1.477
LN_X2	-.502	.382	-.166	-1.313	.194	.857	1.166
LN_Z	-.105	9.576	-.002	-.011	.991	.645	1.550

Sumber: data diolah

Pada penelitian ini data sampel yang digunakan tidak menunjukkan adanya gejala multikolinearitas pada variabel dan model regresi yang digunakan di dalam penelitian ini dikarenakan tidak terdapat variabel independen yang memiliki nilai *tolerance* kurang dari 0,10 dan tidak terdapat nilai VIF yang lebih dari 10.

#### 4.2.4. Uji Autokorelasi

**Tabel 4.9 Uji Autokorelasi Persamaan 1**

Model Summary <sup>b</sup>					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.596 <sup>a</sup>	.355	.337	.00982	1.956

Sumber: data diolah

**Tabel 4.10 Uji Autokorelasi Persamaan 2**

Model Summary <sup>b</sup>					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.169 <sup>a</sup>	.028	-.013	.87678	1.881

Sumber: data diolah

Pengujian autokorelasi pada penelitian ini menggunakan pengujian Durbin-Watson. Hasil pengujian pada persamaan pertama mendapatkan nilai

Durbin-Watson sebesar 1,956 dan pengujian kedua mendapatkan nilai 1,881. Pengambilan keputusan pada persamaan pertama yang memiliki variabel independen sebanyak dua variabel dan sampel pengujian sebanyak 75 sampel pada tingkat signifikansi 5% memiliki nilai dL 1,5709 dan dU 1,6802 dikarenakan nilai Durbin-Watson persamaan pertama memenuhi kriteria  $dU < DW_1 < 4 - dL$ , maka tidak menandakan terjadinya autokorelasi, sedangkan persamaan kedua yang memiliki variabel independen sebanyak tiga variabel dan sampel pengujian sebanyak 75 sampel pada tingkat signifikansi 5% memiliki nilai dL 1,5432 dan dU 1,7092 dikarenakan nilai Durbin-Watson persamaan kedua memenuhi kriteria  $dU < DW_1 < 4 - dL$ , maka tidak menandakan terjadinya autokorelasi.

#### 4.2.5. Uji Heterokedastisitas

**Tabel 4.11 Uji Heterokedastisitas Persamaan 1**

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.001	.011		-.079	.937
	LN_X1	.001	.000	.382	3.328	.061
	LN_X2	.003	.003	.124	1.082	.283

Sumber: data diolah

**Tabel 4.12 Uji Heteroskedastisitas Persamaan 2**

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3.633	1.876		1.936	.057
	LN_X1	.037	.028	.176	1.336	.186
	LN_X2	.386	.230	.196	1.677	.098
	LN_Z	-13.659	5.764	-.319	-2.370	.055

Sumber: data diolah

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas yang telah dilakukan menandakan tidak terjadi gejala heteroskedastisitas dikarenakan nilai signifikansi masing-masing variabel independen lebih besar dari tingkat toleransi kesalahan yang digunakan pada penelitian ini yakni 0,05.

#### 4.2.6. Uji Koefisien Determinasi

**Tabel 4.13 Uji R Square Persamaan 1**

Model Summary <sup>b</sup>					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.596 <sup>a</sup>	.355	.337	.00982	1.956

Sumber: data diolah

**Tabel 4.14 Uji R Square Persamaan 2**

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.169 <sup>a</sup>	.028	-.013	.87678	1.881

**Sumber: data diolah**

Pengujian koefisien determinasi pada kedua persamaan menunjukkan hasil bahwa pada persamaan pertama uji statistik *R Square* sebesar 0,355 dan pada persamaan kedua menunjukkan bahwa *R Square* sebesar 0,028. Hal ini menjelaskan bahwa pada persamaan pertama model regresinya dapat menjelaskan variabel *Financial Performance* sebesar 35,5% sedangkan pada persamaan kedua model regresinya hanya bisa menjelaskan variabel *Firm Value* sebesar 2,8% saja.

**4.2.7. Uji Analisis Jalur**

**Tabel 4.15 Uji Jalur Persamaan 1**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.281	.019		14.584	.000
	LN_X1	-.002	.000	-.496	-5.009	.000
	LN_X2	.010	.005	.214	2.164	.034

**Sumber: data diolah**

**Tabel 4.16 Uji Jalur Persamaan 2**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.219	3.117		.712	.479
	LN_X1	-.035	.046	-.106	-.749	.456
	LN_X2	-.502	.382	-.166	-1.313	.194
	LN_Z	-.105	9.576	-.002	-.011	.991

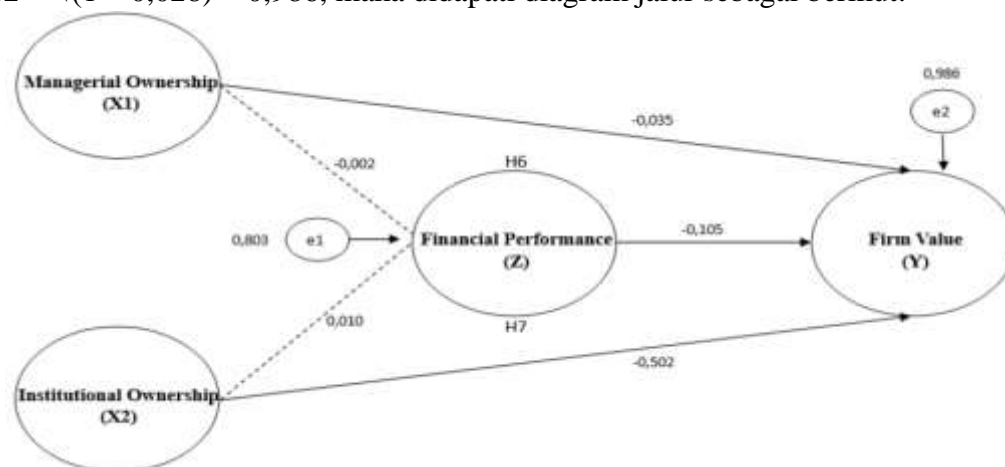
**Sumber: data diolah**

Berdasarkan hasil pengujian, maka didapatkan interpretasi sebagai berikut:

- 1) Pada persamaan pertama koefisien beta dari *Managerial Ownership* sebesar -0,496 dan *Institutional Ownership* sebesar 0,214, maka variabel *managerial ownership* berpengaruh negatif terhadap *financial performance* sedangkan *institutional ownership* berpengaruh positif dengan masing-masing variabel memiliki nilai jalur sebesar -0,002 dan 0,010.
- 2) Pada persamaan kedua koefisien beta dari *managerial ownership* sebesar -0,106, *institutional ownership* sebesar -0,166, dan *financial performance* sebesar -0,002 terhadap *firm value*. Masing-masing variabel memiliki nilai jalur sebesar -0,035, -0,502, dan -0,105.

Pada analisis jalur juga menganalisis pengaruh di luar variabel independen terhadap variabel dependen yang digambarkan melalui variabel e atau residual yang dihitung dengan cara menghitung akar dari satu dikurangi besaran R-

Square persamaan regresi sehingga besarnya nilai  $e1 = \sqrt{(1 - 0,355)} = 0,803$  dan  $e2 = \sqrt{(1 - 0,028)} = 0,986$ , maka didapati diagram jalur sebagai berikut:



**Gambar 4.1 Diagram Analisis Jalur**  
**Sumber: data diolah**

Pada model penelitian ini didapati total pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Total Effect X1} &= -0,035 + (-0,002)(-0,105) = -0,0348 \\ \text{Total Effect X2} &= -0,502 + (0,010)(-0,105) = -0,5031 \\ \text{Total Effect Z} &= -0,105 \end{aligned}$$

Pengujian *standart error* dari koefisien *indirect effect* masing-masing variabel independen sebagai berikut:

- 1) *Managerial Ownership* terhadap *Firm Value* melalui *Financial Performance*

Pengujian uji t melalui analisis jalur pada variabel *managerial ownership* dengan nilai  $a = -0,002$  dan nilai  $Sa = 0,000$ , untuk nilai  $b = -0,105$  dan  $Sb = 9,576$ . Maka hasil perhitungan yang diperoleh sebagai berikut:

$$\begin{aligned} Sab &= \sqrt{b^2Sa^2 + a^2Sb^2 + Sa^2Sb^2} \\ Sab &= \sqrt{(-0,105^2 \cdot 0,000^2 + -0,002^2 \cdot 9,576^2 + 0,000^2 \cdot 9,576^2} \\ Sab &= \sqrt{0,0003668} \\ Sab &= 0,192 \end{aligned}$$

Maka nilai t-hitungunya adalah:

$$\begin{aligned} t &= \frac{ab}{Sab} \\ t &= \frac{0,00021}{0,192} \\ t &= 0,11 \end{aligned}$$

dari hasil pengujian dapat diketahui bahwa *Financial Performance* tidak mampu memediasi variabel *Managerial Ownership* dikarenakan t-hitung lebih kecil dari t-tabel yakni  $0,11 < 1,96$ .

- 2) *Institutional Ownership* terhadap *Firm Value* melalui *Financial Performance*

Pengujian uji t melalui analisis jalur pada variabel *managerial ownership* dengan nilai  $a = 0,10$  dan nilai  $Sa = 0,005$ , untuk nilai  $b = -0,105$  dan  $Sb = 9,576$ . Maka hasil perhitungan yang diperoleh sebagai berikut:

$$Sab = \sqrt{b^2Sa^2 + a^2Sb^2 + Sa^2Sb^2}$$

$$Sab = \sqrt{(-0,105^2 \cdot 0,005^2 + 0,10^2 \cdot 9,576^2 + 0,005^2 \cdot 9,576^2)}$$

$$Sab = \sqrt{0,91929053}$$

$$Sab = 0,96$$

Maka nilai t-hitungnya adalah:

$$t = \frac{ab}{Sab}$$

$$t = \frac{-0,0105}{0,96}$$

$$t = 0,011$$

dari hasil pengujian dapat diketahui bahwa *Financial Performance* tidak mampu memediasi variabel *Institutional Ownership* dikarenakan t-hitung lebih kecil dari t-tabel yakni  $0,011 < 1,96$ .

#### 4.2.8. Uji Hipotesis

##### 4.2.7.1. Analisis Regresi Linear Berganda

**Tabel 4.17 Tabel Analisis Persamaan Regresi 1**

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.281	.019		14.584	.000
	LN_X1	-.002	.000	-.496	-5.009	.000
	LN_X2	.010	.005	.214	2.164	.034

Sumber: data diolah

**Tabel 4.18 Tabel Analisis Persamaan Regresi 2**

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.219	3.117		.712	.479
	LN_X1	-.035	.046	-.106	-.749	.456
	LN_X2	-.502	.382	-.166	-1.313	.194
	LN_Z	-.105	9.576	-.002	-.011	.991

Sumber: data diolah

Berdasarkan hasil analisis regresi yang telah dilakukan maka penelitian ini memiliki persamaan regresi sederhana sebagai berikut:

$$ROA = 0,281 - 0,002 (X1) + 0,010 (X2) + \epsilon$$

$$MBV = 2,219 - 0,035 (X1) - 0,502 (X2) - 0,105 (Z) + \epsilon$$

Hasil regresi yang telah didapatkan pada persamaan pertama menyatakan bahwa persamaan regresi pertama memiliki nilai konstanta sebesar 0,281. Apabila variabel independennya dianggap konstan, maka nilai dari Return On Assets sebesar 0,281 dengan variabel *managerial ownership* memiliki koefisien regresi sebesar  $-0,002$  dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 yang menyatakan bahwa variabel *managerial ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap Return On Assets. Hal ini menggambarkan variabel *managerial ownership* akan menurunkan nilai Return On Assets sebesar  $-0,002$  saat variabel

independen lain dianggap konstan, sedangkan variabel *institutional ownership* memiliki koefisien regresi sebesar 0,010 dengan nilai signifikansi sebesar 0,034 yang menyatakan bahwa variabel *institutional ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap Return On Assets. Nilai koefisien dari *institutional ownership* ini menggambarkan bahwa variabel *institutional ownership* akan menaikkan nilai Return On Assets sebesar 0,010 saat variabel independen lain dianggap konstan.

Persamaan kedua menyatakan bahwa persamaan regresi kedua memiliki nilai konstanta sebesar 2,219. Apabila variabel independennya dianggap sebagai variabel yang konstan, maka nilai dari MBV sebesar 2,219 dengan variabel *managerial ownership* memiliki koefisien regresi sebesar -0,035 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,479 yang menyatakan bahwa variabel *managerial ownership* tidak berpengaruh terhadap *firm value*. Variabel *institutional ownership* memiliki nilai koefisien sebesar -0,502 dengan tingkat signifikansi 0,194 yang menyatakan bahwa variabel *institutional ownership* tidak berpengaruh terhadap *firm value*. Variabel *financial performance* memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0,105 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,991 yang menyatakan bahwa *financial performance* tidak berpengaruh terhadap *firm value*.

#### 4.2.7.2. Uji F

Tabel 4.19 Uji F Persamaan 1

ANOVA <sup>a</sup>					
Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	.006	2	.003	19.800	.000 <sup>b</sup>
Residual	.010	72	.000		
Total	.016	74			

Sumber: data diolah

Tabel 4.20 Uji F Persamaan 2

ANOVA <sup>a</sup>					
Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	1.917	3	.639	.693	.560 <sup>b</sup>
Residual	65.515	71	.923		
Total	67.432	74			

Sumber: data diolah

Pengujian F yang telah dilakukan mendapati hasil sebagai berikut:

- 1) Pengujian statistik F pada persamaan pertama menghasilkan F-hitung sebesar 19,8 > F-tabel 3,12 dengan nilai signifikansi 0,000 < 0,05 sehingga variabel *managerial ownership* dan *institutional ownership* berpengaruh secara simultan terhadap variabel *financial performance*.
- 2) Pengujian statistik F pada persamaan kedua menghasilkan F-hitung sebesar 0,693 < F-tabel 2,73 dengan nilai signifikansi 0,56 > 0,05 sehingga variabel *managerial ownership*, *institutional ownership*, dan *financial performance* tidak dapat berpengaruh secara simultan terhadap *firm value*.

#### 4.2.7.3. Uji T

Uji T dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen secara parsial dapat memengaruhi variabel dependen secara signifikan

atau tidak. Berdasarkan tabel hasil pengujian diatas dapat diketahui hasil pengujian sebagai berikut:

1) Hipotesis 1

Nilai signifikansi pada persamaan pertama menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,000 yang lebih kecil dari 0,05 dengan koefisien regresi bertanda negatif, maka *managerial ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel *financial performance* sehingga H1 ditolak.

2) Hipotesis 2

Nilai signifikansi pada persamaan pertama menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,034 yang lebih kecil dari 0,05 dengan koefisien regresi bertanda positif, maka *institutional ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap variabel *financial performance* sehingga H2 diterima.

3) Hipotesis 3

Nilai signifikansi pada persamaan kedua menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,991 yang lebih besar dari 0,05 dengan koefisien regresi bertanda negatif, maka *financial performance* tidak berpengaruh terhadap variabel *firm value* sehingga H3 ditolak.

4) Hipotesis 4

Nilai signifikansi pada persamaan kedua menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,456 yang lebih besar dari 0,05 dengan koefisien regresi bertanda negatif, maka *managerial ownership* tidak berpengaruh terhadap variabel *firm value* sehingga H4 ditolak.

5) Hipotesis 5

Nilai signifikansi pada persamaan kedua menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,194 yang lebih besar dari 0,05 dengan koefisien regresi bertanda negatif, maka *institutional ownership* tidak berpengaruh terhadap variabel *firm value* sehingga H5 ditolak.

**4.2.7.4. Uji Sobel dan Bootstrap**

Dalam penelitian ini juga dilakukan juga pengujian sobel untuk mengetahui kemampuan variabel mediasi untuk memediasi variabel independen terhadap variabel dependen. Pengujian sobel dilakukan menggunakan bantuan program SPSS dan *script Sobel Test* untuk SPSS yang dibuat oleh Hayes dan Preacher. Penelitian ini memiliki sampel berjumlah 75 sehingga metode pengujian Sobel tidak dapat menjelaskan secara signifikan penelitian dengan sampel kecil sehingga penelitian ini dibantu dengan metode *bootstrapping* sebanyak 1.000 sampel untuk menguji pengaruh mediasi variabel *Financial Performance*. Pengujian sobel dilakukan sebanyak dua kali dengan persamaan sebagai berikut:

$$MBV = \alpha + \beta_1 \text{Managerial Ownership} + \beta_2 \text{Return On Assets} + \epsilon$$

$$MBV = \alpha + \beta_3 \text{Institutional Ownership} + \beta_4 \text{ROA} + \epsilon$$

Setelah dilakukan pengujian didapatkan hasil pengujian terkait pengaruh tidak langsung dan total pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen melalui variabel mediasi. Adapun hasil pengujian sebagai berikut:

**Tabel 4.21 Tabel Pengaruh Tidak Langsung Persamaan 1**

INDIRECT EFFECT and NORMAL DISTRIBUTION			
	Value	s.e	Sig (two)
Effect	.0032	.2050	.9876



Sumber: data diolah

Tabel 4.22 Tabel Pengaruh Tidak Langsung Persamaan 2

INDIRECT EFFECT and NORMAL DISTRIBUTION			
	Value	s.e	Sig (two)
Effect	-.0002	.0146	.9880

Sumber: data diolah

Tabel 4.23 Tabel Bootstrapping Persamaan 1

BOOTSTRAP RESULT For Indirect Effect		
	Value	s.e
Effect	.0032	.2882

Tabel 4.24 Tabel Bootstrapping Persamaan 2

BOOTSTRAP RESULT For Indirect Effect		
	Value	s.e
Effect	-.0002	.0197

Sumber: data diolah

Berdasarkan hasil pengujian sobel pada persamaan pertama dan persamaan kedua bahwa kemampuan mediasi variabel intervening, maka dapat dilakukan perhitungan dengan membagi *standard error* dari hasil pengujian *indirect effect* pada data asli dengan *standard error* dari hasil pengujian *indirect effect* pada metode *bootstrapping* sebagai berikut:

- 1) Kemampuan mediasi *Financial Performance* pada variabel *Managerial Ownership* terhadap *Firm Value*

Persamaan pertama menunjukkan nilai *standard error* pada distribusi normal sebesar 0,2050 dan nilai *standard error* pada *bootstrapping* sebesar 0,2882, maka nilai t-hitung pada sobel test sebagai berikut:

$$T_1 = \frac{s.e \text{ Normal Distribution}}{s.e \text{ Bootstrapping}}$$

$$T_1 = \frac{0,2050}{0,2882}$$

$$T_1 = 0,711$$

Maka dari hasil perhitungan tersebut menunjukkan bahwa t-hitung sebesar 0,711 memiliki nilai yang lebih kecil dari t-tabel pada signifikansi 5% yakni 1,96 sehingga dapat dinyatakan bahwa variabel *financial performance* tidak mampu memediasi variabel *managerial ownership* terhadap variabel *firm value*.

- 2) Kemampuan mediasi *Financial Performance* pada variabel *Institutional Ownership* terhadap *Firm Value*

Persamaan kedua menunjukkan nilai *standard error* pada distribusi normal sebesar 0,0146 dan nilai *standard error* pada *bootstrapping* sebesar 0,0197, maka nilai t-hitung pada sobel test sebagai berikut:

$$T_2 = \frac{s.e \text{ Normal Distribution}}{s.e \text{ Bootstrapping}}$$

$$T_2 = \frac{0,0146}{0,0197}$$

$$T_2 = 0,741$$

Maka dari hasil perhitungan tersebut menunjukkan bahwa t-hitung sebesar 0,741 memiliki nilai yang lebih kecil dari t-tabel pada signifikansi 5% yakni 1,96 sehingga dapat dinyatakan bahwa variabel *financial performance* tidak mampu memediasi variabel *institutional ownership* terhadap variabel *firm value*.

### 4.3. Pembahasan Hasil Penelitian

#### 4.3.1. *Managerial ownership dan financial performance*

Berdasarkan pengujian statistik yang telah dilaksanakan menyatakan bahwa nilai t-hitung dari variabel *managerial ownership* adalah sebesar -5,009 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari nilai toleransi kesalahan yang digunakan di dalam penelitian yakni 0,05. Hasil ini menyatakan *managerial ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel *financial performance* sehingga **H<sub>1</sub> ditolak**.

Dalam teori keagenan, Jensen dan Meckling menganggap kepemilikan manajerial dapat meminimalisir terjadinya konflik keagenan. Hasil analisis yang dilakukan di dalam penelitian ini menyatakan kepemilikan manajerial tidak begitu memengaruhi kinerja keuangan perusahaan dan cenderung akan mengurangi Return On Assets perusahaan. Berdasarkan populasi dan sampel yang digunakan di dalam penelitian menunjukkan hanya sedikit perusahaan yang melaksanakan program ESOP/MSOP dan rata-rata jumlah kepemilikan yang dimiliki oleh manajer sangat kecil. Hal ini mengindikasikan bahwa manajer tidak meningkatkan kinerja kerjanya dengan baik serta maksimal. Kecilnya keuntungan yang diperoleh manajer akibat dari proporsi kepemilikan yang kecil menjadi faktor yang menyebabkan tidak termotivasinya manajer untuk meningkatkan kinerjanya, sehingga program kepemilikan ini juga tidak dapat menyelaraskan kepentingan antara prinsipal dan agen secara efektif.

Pengaruh negatif dari kepemilikan manajerial pada kinerja keuangan perusahaan diakibatkan karena perusahaan sektor keuangan merupakan perusahaan yang menjunjung tinggi akuntabilitas dan integritas. Kepemilikan manajerial yang dominan dapat menyebabkan permasalahan agensi karena menimbulkan kesempatan bagi manajer untuk berperilaku oportunistik terutama pada masa pandemi yang menyulitkan pemberian pengawasan terhadap kinerja manajer. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Nilayanti & Suaryana, 2019) dan (Wardhani & Suwarno, 2021) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan yang disebabkan pelaksanaan program kepemilikan tersebut tidak efektif sehingga memengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Henryanto Wijaya, 2020) dan (Reysa et al., 2022) yang melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur yang menjalankan program kepemilikan secara efektif.

#### 4.3.2. *Institutional ownership dan financial performance*

Berdasarkan pengujian statistik yang telah dilaksanakan menyatakan bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki nilai t-hitung sebesar 2,164 dengan nilai signifikansi 0,034 yang lebih kecil dari nilai toleransi kesalahan yang digunakan dalam penelitian ini yakni 0,05. Hasil pengujian ini menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap variabel *financial performance* sehingga **H<sub>1</sub> diterima**.

Kepemilikan institusional berjalan sesuai dengan asumsi pada teori keagenan yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi konflik keagenan melalui pengawasan yang optimal terhadap kinerja kerja manajemen sehingga dapat memperkecil kemungkinan terjadinya kecurangan yang dilakukan oleh manajer serta dapat menyelaraskan kepentingan antara prinsipal dengan agen dengan tujuan untuk mensejahterakan para *shareholder*. Menurut Joshua dan Henryanto (2020), semakin besar proporsi kepemilikan institusional maka semakin besar kekuatan suara dan dorongan institusi untuk mengawasi

manajemen, sehingga kepemilikan institusional akan memberikan dorongan yang besar dalam mengoptimalkan kinerja keuangan perusahaan.

Pada perusahaan sektor keuangan, kepemilikan institusional begitu dominan karena berkaitan dengan kegiatan operasional dari perusahaan sektor keuangan yang mengandalkan kerja sama dengan institusi untuk pengelolaan dana dari nasabah. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Henryanto Wijaya, 2020), (Reysa et al., 2022), dan (Nilayanti & Suaryana, 2019) penelitian ini juga bertentangan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh (Y. C. B. Sembiring, 2020) dan (Wardhani & Suwarno, 2021).

#### 4.3.3. *Financial performance dan firm value*

Berdasarkan hasil yang diperoleh dari pengujian statistik menyebutkan bahwa variabel *Financial Performance* memiliki nilai t-hitung sebesar -0,011 dengan tingkat signifikansi 0,991 yang lebih besar dari nilai toleransi kesalahan yang digunakan di dalam penelitian ini yakni 0,05. Hasil ini menyatakan bahwa kinerja keuangan perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan sehingga **H<sub>3</sub> ditolak**.

Kinerja keuangan perusahaan yang diukur menggunakan rasio profitabilitas terutama Return On Assets menunjukkan seberapa efektif perusahaan dalam mengelola sumber daya miliknya untuk memperoleh laba, semakin tinggi rasio profitabilitas yang dimiliki oleh perusahaan merupakan kabar yang baik bagi para investor yang menganggap perusahaan efektif dalam menggunakan sumber dayanya untuk meningkatkan perolehan keuntungan sehingga dapat mensejahterakan para *stakeholder*. Akan tetapi, berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh peneliti menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Permasalahan ini disebabkan karena pada tahun 2019-2021 terjadi pandemi Covid-19 yang mengubah tren dari perilaku pasar. Perusahaan sektor keuangan sangat erat kaitannya dengan kondisi perekonomian suatu negara, tren yang terjadi pada saat masa pandemi perekonomian suatu negara cenderung mengalami keterpurukan, sehingga hal ini memengaruhi sentimen investor dan merubah pola investasinya ke arah yang lebih konservatif walaupun kebijakan stimulus dari regulator berhasil untuk mempertahankan keadaan perusahaan sektor keuangan. Hasil penelitian ini sejalan dengan teori sinyal yang memengaruhi penilaian investor terhadap perusahaan berdasarkan informasi dan kabar yang dikeluarkan oleh perusahaan. Penelitian yang sejalan dengan hasil penelitian ini telah dilakukan oleh (Pujarini, 2020) dan (Adrianingtyas, 2019) dan bertentangan dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh (Mahendra et al., 2012) dan (Akmalia et al., 2017).

#### 4.3.4. *Managerial ownership dan firm value*

Hasil penelitian yang telah dilaksanakan menunjukkan bahwa variabel *managerial ownership* memiliki nilai t-hitung sebesar -0,749 dengan nilai signifikansi 0,456 yang lebih besar dari nilai kesalahan toleransi yang digunakan yakni 0,05. Hasil ini menyatakan bahwa variabel *managerial ownership* tidak memiliki pengaruh terhadap variabel *firm value* sehingga **H<sub>4</sub> ditolak**.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan teori keagenan di mana pemberian kepemilikan saham kepada jajaran manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Semakin tingginya jumlah kepemilikan manajerial akan menimbulkan dugaan bahwa kinerja manajer akan semakin baik. Perusahaan pada sampel penelitian ini memiliki data rata-rata kepemilikan manajerial yang kecil sehingga mengindikasikan bahwa manajer tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan karena tidak meningkatkan kinerja kerjanya sehingga proporsi

kepemilikan manajerial tidak mampu menyetarakan kepentingan manajemen dan pemegang saham yang menyebabkan tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan tidak dapat tercapai.

Adapun pengaruh dari pasar lebih kuat dalam mengidentifikasi pengaruh variabel *managerial ownership* terhadap *firm value*. Ketidakstabilan perekonomian dan sentimen pasar yang penuh spekulasi pada saat kondisi penuh ketidakpastian memengaruhi volatilitas pasar sehingga nilai perusahaan sektor keuangan tidak dapat dimaksimalkan, meskipun memiliki kinerja keuangan yang terus bertumbuh pada saat pandemi. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh (Pratama et al., 2019) dan (Suriawinata & Nuralita, 2022).

#### 4.3.5. *Institutional ownership dan firm value*

Hasil penelitian yang telah dilaksanakan menunjukkan bahwa variabel *institutional ownership* memiliki nilai t-hitung -1,313 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,194 yang lebih besar dari nilai toleransi kesalahan yang digunakan di dalam penelitian yakni 0,05. Hal ini menyatakan bahwa variabel *institutional ownership* tidak berpengaruh terhadap variabel *firm value* sehingga **H<sub>5</sub> ditolak**.

Kepemilikan mayoritas oleh investor institusional akan lebih diutamakan kepentingannya daripada kepemilikan saham minoritas. Kepemilikan institusional yang dominan cenderung mengambil kebijakan perusahaan yang tidak optimal sehingga berdampak kepada aktivitas operasional perusahaan. Dominannya kepemilikan institusi juga dapat mengurangi pengawasan terhadap berjalannya perusahaan.

Pada penelitian ini pengaruh eksternal di luar variabel independen lebih besar daripada pengaruh variabel independen itu sendiri terutama dikarenakan perubahan kondisi pasar yang fluktuatif dan cenderung mengabaikan besaran kepemilikan institusional. Terjadinya tren kemunduran pada sektor keuangan secara global juga memberikan dampak pada sentiment investor yang mewaspadai sektor keuangan di Indonesia akan mengikuti tren global yang sedang terjadi. Penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh (B. Gunawan & Mawarni, 2021) dan (Suparlan, 2019).

#### 4.3.6. *Managerial ownership dan firm value melalui mediasi financial performance*

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilaksanakan, menunjukkan bahwa variabel *financial performance* tidak mampu memediasi variabel *managerial ownership* terhadap variabel *firm value*. Hal ini ditunjukkan melalui pengujian *path-analysis* dan uji Sobel yang memiliki nilai t-hitung kurang dari 1,96 pada tingkat signifikansi 5% di mana *path-analysis* memiliki perhitungan t-hitung sebesar 0,11 dan t-hitung pada uji Sobel sebesar 0,711 sehingga **H<sub>6</sub> ditolak**.

Kinerja keuangan perusahaan tidak dapat berfungsi sebagai variabel *intervening* dalam hubungan kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan disebabkan karena kecilnya porsi kepemilikan manajerial dari sampel yang digunakan di dalam penelitian sehingga tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, meskipun kinerja keuangan perusahaan dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial secara langsung. Namun, nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh kinerja keuangan perusahaan karena nilai Return On Assets perusahaan cenderung kecil yang menyebabkan investor tidak menerima stimulus tersebut sebagai indikator untuk mengambil keputusan investasi. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh (Manurung, 2022) dan bertentangan dengan hasil penelitian dari (Rachmah & Iswara, 2023).

#### 4.3.7. *Institutional ownership* dan *firm value* melalui mediasi *financial performance*

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilaksanakan, menunjukkan bahwa variabel *financial performance* tidak mampu memediasi variabel *institutional ownership* terhadap variabel *firm value*. Hal ini ditunjukkan melalui pengujian *path-analysis* dan uji Sobel yang memiliki nilai t-hitung kurang dari 1,96 pada tingkat signifikansi 5% di mana *path-analysis* memiliki perhitungan t-hitung sebesar 0,011 dan t-hitung pada uji Sobel sebesar 0,741 sehingga **H<sub>7</sub> ditolak**.

Kinerja keuangan perusahaan tidak dapat berfungsi sebagai variabel *intervening* dalam hubungan kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan disebabkan karena dominasi kepemilikan oleh pihak institusional dapat memengaruhi pengambilan keputusan dalam aktivitas perusahaan mengikuti dominasi kepemilikan sehingga tidak dapat menyelaraskan kesamaan kepentingan dan cenderung tidak memperhatikan pemegang saham minoritas. Selain itu, kondisi yang penuh ketidakpastian merubah sentiment investor dalam melakukan pertimbangan sebelum mengambil keputusan investasi. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian dari (Rachmah & Iswara, 2023) dan bertentangan dengan (Ramadhani & Andayani, 2019).

## 5. Simpulan, Saran, dan Keterbatasan

### 5.1. Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan dalam rangka untuk mengetahui pengaruh *Good Corporate Governance* terutama pada pelaksanaan struktur kepemilikan perusahaan yang umumnya terdiri dari *managerial ownership* dan *institutional ownership* terhadap nilai perusahaan serta kemampuan *financial performance* dalam memediasi struktur kepemilikan dalam memengaruhi nilai perusahaan pada perusahaan sektor keuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia periode 2019 – 2021. Berdasarkan dari hasil analisis data sampel yang ada dari penelitian ini dapat diketahui bahwa:

1. Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif secara signifikan terhadap kinerja keuangan pada perusahaan sektor keuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia.
2. Kepemilikan Institusional berpengaruh positif secara signifikan terhadap kinerja keuangan pada perusahaan sektor keuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia.
3. Kinerja Keuangan Perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor keuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia.
4. Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor keuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia.
5. Kepemilikan Institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor keuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia.
6. Kinerja Keuangan Perusahaan tidak dapat memediasi kepemilikan manajerial dalam memengaruhi nilai perusahaan pada perusahaan sektor keuangan pada Bursa Efek Indonesia.
7. Kinerja Keuangan Perusahaan tidak dapat memediasi kepemilikan institusional dalam memengaruhi nilai perusahaan pada perusahaan sektor keuangan pada Bursa Efek Indonesia.

## 5.2. Keterbatasan Penelitian

Penelitian yang dilakukan ini tentu saja memiliki keterbatasan yang dapat dijadikan sebagai pembelajaran bagi peneliti selanjutnya agar dalam meneliti topik ini kedepannya bisa mendapatkan hasil yang lebih baik. Adapun beberapa keterbatasan yang terjadi dalam penelitian ini:

1. Penggunaan kinerja keuangan perusahaan tidak dapat dijadikan sebagai variabel *intervening* dalam penelitian ini dikarenakan pada penelitian ini persamaan regresi kedua yang digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen dan kemampuan variabel *intervening* terhadap variabel dependen memiliki nilai *R Square* yang kecil hanya sebesar 0,028 atau 2,8% saja kemampuannya dalam menjelaskan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.
2. Penggunaan variabel independen pada penelitian ini kurang kuat dalam mengidentifikasi variabel dependen.
3. Penggunaan periode yang terbatas pada periode waktu 3 tahun dan banyaknya perusahaan yang tidak memenuhi kriteria variabel independen pada sektor perusahaan yang dijadikan sebagai populasi dalam penelitian.

## 5.3. Saran

Berdasarkan keterbatasan yang dialami dalam penelitian ini, maka peneliti memberikan saran agar penelitian yang akan dilakukan dapat menjadi lebih baik. Adapun saran dari peneliti:

1. Pemilihan variabel *intervening* lain yang dapat memediasi variabel independen atau mengganti metode pengukuran variabel *intervening* seperti *investment opportunity set*.
2. Hasil *R-Square* yang rendah pada persamaan regresi kedua sehingga penelitian selanjutnya sebaiknya dapat menambahkan variabel independen lain seperti kebijakan *leverage* dan kebijakan dividen agar variabel dependen dapat teridentifikasi dengan baik.
3. Variabel nilai perusahaan pada penelitian ini menggunakan pengukuran *Market Book Value* yang menggambarkan nilai perusahaan dengan mengkomparasikan harga pasar dengan harga buku. Sebaiknya peneliti selanjutnya menggunakan proksi Tobin'Q yang lebih kompleks dalam menilai perusahaan karena melibatkan *replacement cost* perusahaan.