

Ukuran Direksi, Kepemilikan Institusional, dan Kebijakan Dividen terhadap Kinerja Keuangan

Riswell Afrindo Manurung^{1*}, Amin Wijoyo²

¹⁻²Program Studi Akuntansi, Universitas Tarumanagara, Indonesia

*Penulis Korespondensi: riswellm@gmail.com¹

Abstract. *This study aims to examine the influence of the size of directors, institutional ownership, and dividend policy on financial performance proxied by Return on Equity (ROE) in LQ45 index companies on the Indonesia Stock Exchange for the 2021–2024 period. Based on Agency Theory and Signaling Theory, this study emphasizes the role of corporate governance mechanisms in mitigating agency conflicts and increasing profitability. Panel data from 21 companies (84 observations) were analyzed using the Fixed Effect Model. The results of the partial analysis showed that the size of the board of directors ($\beta = -0.006$; $p = 0.944$), institutional ownership ($\beta = 0.404$; $p = 0.132$), and dividend policy ($\beta = -0.017$; $p = 0.270$) had no significant effect on ROE. However, overall the Fixed Effect model is significant with an F-statistic of 16.679 and an Adjusted R² of 81.29%. These findings indicate that ROE variation is explained more by company-specific characteristics than by the governance variables tested. This research provides an empirical contribution that the effectiveness of governance is not always reflected in short-term financial indicators, but is influenced by more complex internal factors of the company. The practical implications underscore the need for companies to strengthen their managerial strategies and internal policies to improve financial performance in a sustainable manner.*

Keywords: *Board Size; Dividend Policy; Financial Performance; Institutional Ownership; Return on Equity (ROE).*

Abstrak. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh ukuran direksi, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan yang diproksikan dengan *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia periode 2021–2024. Berlandaskan *Agency Theory* dan *Signaling Theory*, penelitian ini menekankan peran mekanisme tata kelola perusahaan dalam memitigasi konflik keagenan serta meningkatkan profitabilitas. Data panel dari 21 perusahaan (84 observasi) dianalisis menggunakan *Fixed Effect Model*. Hasil analisis parsial menunjukkan bahwa ukuran direksi ($\beta = -0,006$; $p = 0,944$), kepemilikan institusional ($\beta = 0,404$; $p = 0,132$), dan kebijakan dividen ($\beta = -0,017$; $p = 0,270$) tidak berpengaruh signifikan terhadap ROE. Namun, secara keseluruhan model *Fixed Effect* signifikan dengan F-statistic sebesar 16,679 dan Adjusted R² sebesar 81,29%. Temuan ini mengindikasikan bahwa variasi ROE lebih banyak dijelaskan oleh karakteristik spesifik perusahaan dibandingkan variabel tata kelola yang diuji. Penelitian ini memberikan kontribusi empiris bahwa efektivitas tata kelola tidak selalu tercermin dalam indikator keuangan jangka pendek, melainkan dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan yang lebih kompleks. Implikasi praktis menegaskan perlunya perusahaan memperkuat strategi manajerial dan kebijakan internal untuk meningkatkan kinerja keuangan secara berkelanjutan.

Kata kunci: Kebijakan Dividen; Kepemilikan Institusional; Kinerja Keuangan; Return on Equity (ROE); Ukuran Direksi.

1. LATAR BELAKANG

Pasar modal Indonesia mengalami transformasi struktural yang signifikan pasca pandemi Covid-19. Indeks LQ45 yang menghimpun 45 saham paling likuid dengan kapitalisasi pasar terbesar di Bursa Efek Indonesia menjadi barometer utama kinerja korporasi domestik dalam periode pemulihan 2021–2024. Dalam lingkungan yang penuh ketidakpastian tersebut, kinerja keuangan perusahaan bukan hanya cerminan efisiensi operasional, melainkan juga sinyal kepercayaan bagi investor institusional maupun ritel. *Return on Equity* (ROE) sebagai indikator profitabilitas ekuitas menempati posisi sentral dalam evaluasi kinerja, karena secara langsung

mengukur kemampuan manajemen menghasilkan laba dari modal yang dipercayakan pemegang saham (Azmi, 2025).

Kinerja keuangan tidak tumbuh dalam ruang hampa; ia merupakan produk dari interaksi kompleks antara mekanisme tata kelola internal, struktur kepemilikan, dan keputusan distribusi laba. *Agency Theory* (Eisenhardt, 1989) menjelaskan bahwa konflik kepentingan antara prinsipal (pemegang saham) dan agen (manajemen) berpotensi meningkatkan *agency cost* yang pada gilirannya menekan profitabilitas. Tiga mekanisme *Good Corporate Governance* (GCG) yang menjadi fokus penelitian ini, ukuran direksi, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen, secara teoritis dirancang untuk memitigasi konflik tersebut melalui jalur yang berbeda: pengawasan internal, pengawasan eksternal, dan disiplin fiskal.

Namun, efektivitas mekanisme-mekanisme ini tidak bersifat universal. Wintoki et al. (2012) dengan sampel 6.000 perusahaan Amerika Serikat menggunakan *estimator Generalized Method of Moments* (GMM) justru tidak menemukan hubungan kausal antara struktur dewan dan kinerja, menunjukkan bahwa endogenitas merupakan masalah serius dalam penelitian tata kelola. Di kawasan Asia, Khan et al. (2021) menemukan bahwa hubungan *board structure* dan kinerja bervariasi antar sektor industri di Malaysia, sementara Sakawa & Watanabel (2020) membuktikan bahwa investor institusional asing memberikan efek monitoring lebih kuat dibandingkan domestik di Jepang. Inkonsistensi temuan ini membentuk *research gap* yang relevan untuk konteks perusahaan LQ45 Indonesia.

Di pasar domestik, Hidayat et al. (2024) menemukan ukuran dewan direksi tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan jasa keuangan, sedangkan Jao et al. (2022) menemukan sebaliknya pada perusahaan manufaktur. Untuk kebijakan dividen, Resti et al. (2018) dan Esthi et al. (2021) melaporkan pengaruh positif signifikan, bertentangan dengan Yuliana & Sulistyowati (2023) yang menemukan pengaruh negatif. Inkonsistensi ini diduga kuat dipengaruhi oleh karakteristik spesifik sampel dan periode pengamatan. Penelitian pada perusahaan LQ45 periode pasca pandemi belum banyak dilakukan, padahal periode ini memiliki karakteristik unik: tekanan likuiditas, pemulihan bertahap, dan rekalisasi ekspektasi dividen yang berbeda dari periode normal.

Berdasarkan latar belakang tersebut, penelitian ini bertujuan menguji secara empiris pengaruh ukuran direksi, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan perusahaan LQ45 periode 2021–2024. Kontribusi penelitian ini mencakup tiga aspek: (1) mengisi celah empiris mengenai efektivitas mekanisme GCG pada perusahaan *highly-governed* di periode pemulihan pasca pandemi; (2) memberikan bukti tambahan mengenai relevansi *Agency Theory* dan *Signaling Theory* dalam konteks pasar modal

berkembang; serta (3) menghasilkan implikasi praktis bagi investor, manajemen, dan regulator pasar modal Indonesia.

2. KAJIAN TEORITIS

Agency Theory sebagai Fondasi Konseptual

Agency Theory yang diformulasikan Eisenhardt (1989) merupakan kerangka teoritis utama yang melandasi penelitian ini. Teori ini menjelaskan hubungan kontraktual antara prinsipal (pemegang saham) dan agen (manajemen) yang inheren mengandung potensi konflik akibat dua kondisi fundamental: (1) perbedaan tujuan antara prinsipal dan agen, dan (2) kesulitan atau biaya tinggi bagi prinsipal untuk memverifikasi perilaku agen. Eisenhardt (1989) mengidentifikasi dua manifestasi utama masalah keagenan: *adverse selection*, yaitu ketidakmampuan prinsipal menilai secara akurat kompetensi agen sebelum kontrak berlangsung; dan moral hazard, yaitu kecenderungan agen untuk tidak mengerahkan upaya optimal setelah kontrak berjalan karena tindakannya sulit diobservasi.

Dalam konteks korporasi, manajer sebagai agen memiliki akses terhadap informasi perusahaan yang jauh lebih luas dibandingkan pemegang saham sebagai prinsipal, menciptakan asimetri informasi (*information asymmetry*) yang dapat dieksploitasi untuk kepentingan pribadi. Perilaku oportunistik ini yang mencakup *empire building*, konsumsi *perquisite* berlebihan, dan pengambilan keputusan investasi suboptimal, meningkatkan *agency cost* yang pada akhirnya menggerus profitabilitas dan nilai perusahaan (Wardati et al., 2021). Guna memitigasi risiko tersebut, Eisenhardt (1985) mengidentifikasi dua strategi kontrol: kontrol berbasis perilaku (*behavior-based control*) yang mengawasi proses pengambilan keputusan manajemen, dan kontrol berbasis hasil (*outcome-based control*) yang menyelaraskan insentif agen dengan kepentingan prinsipal.

Dalam penelitian ini, ukuran direksi merepresentasikan mekanisme kontrol berbasis perilaku direksi sebagai organ pengawas internal yang memonitor perilaku manajemen secara langsung. Kepemilikan institusional merepresentasikan mekanisme kontrol berbasis perilaku eksternal atau investor institusional yang menggunakan hak suara dan komunikasi strategis untuk mempengaruhi keputusan manajemen. Sementara kebijakan dividen merepresentasikan mekanisme kontrol berbasis hasil. Distribusi dividen yang mengurangi *free cash flow* yang berpotensi disalahgunakan manajemen, sekaligus mengikat manajemen pada komitmen kinerja yang dapat diverifikasi pasar.

Signaling Theory sebagai Kerangka Pelengkap

Signaling Theory yang diperkenalkan Spence (1973) dalam konteks pasar kerja memberikan lensa pelengkap yang penting, khususnya untuk menjelaskan mekanisme transmisi kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan. Teori ini berpijak pada asumsi bahwa pasar modal tidak sempurna akibat asimetri informasi antara manajemen (*insiders*) yang memiliki informasi privat mengenai prospek perusahaan dan investor (*outsiders*) yang hanya mengobservasi informasi publik. Dalam kondisi ini, perusahaan berkualitas tinggi memiliki insentif untuk mengirimkan sinyal yang membedakannya dari perusahaan berkualitas rendah.

Connelly et al. (2011) dalam sintesis komprehensifnya mengidentifikasi elemen kunci *Signaling Theory*: *signaler* (pihak terinformasi yang mengirimkan sinyal), sinyal itu sendiri (tindakan yang dapat diobservasi dan diinterpretasi pasar), *receiver* (pihak yang menerima dan menginterpretasi sinyal), dan umpan balik (respons pasar yang mengonfirmasi atau mengoreksi sinyal). Kunci keberhasilan sinyal terletak pada prinsip *cost differential*: sinyal harus lebih mudah dan murah untuk dipenuhi oleh perusahaan berkualitas tinggi dibandingkan perusahaan berkualitas rendah, sehingga menciptakan *separating equilibrium* yang kredibel (Spence, 1973).

Dalam konteks penelitian ini, kebijakan dividen yang konsisten dan stabil berfungsi sebagai sinyal yang mahal bagi perusahaan berkualitas rendah atau perusahaan dengan arus kas lemah tidak mampu mempertahankan pembayaran dividen tanpa menggerus modal, tetapi murah bagi perusahaan berkualitas tinggi dengan arus kas kuat. Gyapong et al. (2021) memperluas aplikasi *Signaling Theory* ini dengan menemukan bahwa efektivitas sinyal dividen pada perusahaan-perusahaan ASX Australia dimoderasi oleh konsentrasi kepemilikan, mengindikasikan bahwa konteks kepemilikan mempengaruhi cara pasar menginterpretasi sinyal tersebut. Sintesis antara *Agency Theory* dan *Signaling Theory* menghasilkan prediksi yang saling menguatkan: mekanisme tata kelola yang efektif dan sinyal pasar yang kredibel secara bersama-sama mendorong kinerja keuangan yang optimal.

Hubungan Ukuran Direksi dengan Kinerja Keuangan

Dalam kerangka *Agency Theory*, dewan direksi merupakan mekanisme tata kelola internal terdepan yang bertugas memonitor perilaku manajemen dan memastikan pengambilan keputusan strategis selaras dengan kepentingan pemegang saham (Eisenhardt, 1989). Secara teoritis, ukuran direksi yang lebih besar memungkinkan keberagaman keahlian, latar belakang industri, dan jaringan yang lebih luas, yang secara kolektif meningkatkan kapabilitas pengawasan dan kualitas keputusan strategis. Pada perusahaan-perusahaan besar dan kompleks seperti yang termasuk dalam indeks LQ45, yang beroperasi lintas sektor dengan skala bisnis

multidimensi, keberagaman kompetensi direksi menjadi kebutuhan yang tidak dapat diabaikan (Jao et al., 2022).

Mishra & Kapil (2018) dalam studi mereka pada 391 perusahaan India menemukan bahwa karakteristik dewan, termasuk ukurannya, yang memiliki pengaruh lebih signifikan terhadap Tobin's Q dibandingkan ROA, mengisyaratkan bahwa dampak tata kelola lebih kuat terhadap persepsi nilai pasar daripada profitabilitas akuntansi jangka pendek. Sementara itu, Alodat et al. (2022) pada perusahaan-perusahaan Yordania menemukan bahwa *board size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROE, dan mengafirmasi relevansi argumen keberagaman keahlian. Berbeda dengan temuan tersebut, Wintoki et al. (2012) dalam studi seminalnya menggunakan GMM pada 6.000 perusahaan Amerika Serikat justru tidak menemukan hubungan kausal antara struktur dewan dan kinerja, dengan argumentasi bahwa ketika endogenitas dikontrol secara ketat, pengaruh yang tampak dalam model OLS sederhana menghilang. Hidayat et al. (2024) pada perusahaan jasa keuangan Indonesia dan Al-ahdal et al. (2020) pada perusahaan India dan GCC juga tidak menemukan pengaruh signifikan.

Sisi berlawanan dari argumen keberagaman adalah teori biaya koordinasi: dewan yang terlalu besar cenderung menghadapi masalah *free-rider* di antara anggotanya, koordinasi yang lambat, dan kecenderungan *groupthink* yang justru memperlemah fungsi pengawasan (Hidayat et al., 2024). Khan et al. (2021) menambahkan perspektif dinamis bahwa hubungan *board size* dan kinerja tidak bersifat linier tetapi bervariasi tergantung sektor industri dan fase perkembangan perusahaan. Berdasarkan kerangka teoritis dan bukti empiris yang ada, penelitian ini mengajukan hipotesis:

H1: Ukuran direksi berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan LQ45.

Hubungan Kepemilikan Institusional dengan Kinerja Keuangan

Kepemilikan institusional dipandang sebagai mekanisme pengawasan eksternal yang powerful dalam kerangka *Agency Theory*. Institusi seperti dana pensiun, perusahaan asuransi, reksa dana, dan bank memiliki tiga keunggulan komparatif sebagai monitor eksternal: (1) kepemilikan saham yang substansial memberikan hak suara yang signifikan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS); (2) akses terhadap analisis dan sumber daya riset yang memungkinkan evaluasi mendalam atas kinerja manajemen; dan (3) insentif keuangan yang kuat karena nilai portofolio mereka secara langsung terpengaruh oleh kinerja perusahaan (Wardati et al., 2021). Pengawasan aktif oleh investor institusional bertujuan memastikan manajer bertindak selaras dengan kepentingan pemegang saham, mencegah perilaku oportunistik, dan mengurangi biaya keagenan.

Sakawa & Watanabel (2020) dalam studi penting mereka pada perusahaan Jepang membuat distinsi yang informatif: investor institusional asing menunjukkan pengaruh positif lebih kuat terhadap kinerja (diukur ROA dan Tobin's Q) dibandingkan investor institusional domestik. Argumennya adalah bahwa investor asing, yang beroperasi dalam sistem tata kelola berorientasi pemegang saham (*shareholder-oriented governance*) berbeda dengan sistem Jepang yang berorientasi pemangku kepentingan, lebih agresif dalam menggunakan mekanisme *voice* dan *exit* untuk mendisiplinkan manajemen. Wang et al. (2019) pada perusahaan China menemukan bahwa konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif, dengan efek yang berbeda antara BUMN dan perusahaan swasta, mengisyaratkan bahwa identitas pemilik tidak kalah penting dari sekadar persentase kepemilikan. Sitanggang (2021) dan Pillai serta Pillai & Al-Malkawi (2018) mengonfirmasi pengaruh positif signifikan kepemilikan institusional pada perusahaan perbankan Indonesia dan perusahaan GCC.

Namun, tidak semua investor institusional bersifat aktif. Setiawan & Syarif (2019) membedakan kepemilikan institusional aktif atau yang terlibat langsung dalam mekanisme tata kelola dan kepemilikan institusional pasif atau yang lebih berorientasi pada strategi *buy-and-hold* tanpa tekanan aktif terhadap manajemen. Permatasari dan Permatasari & Widianingsih (2020) menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak signifikan dalam memoderasi pengaruh CSR terhadap kinerja keuangan, mengindikasikan bahwa efektivitas monitoring bersifat kondisional. Mansour et al. (2022) bahkan menemukan bahwa efektivitas tata kelola termasuk struktur kepemilikan dapat dimoderasi oleh struktur modal perusahaan. Berdasarkan dominasi bukti empiris yang mendukung peran monitoring institusional, hipotesis yang diajukan adalah:

H2: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan LQ45.

Hubungan Kebijakan Dividen dengan Kinerja Keuangan

Kebijakan dividen memiliki dua jalur pengaruh terhadap kinerja keuangan. Jalur pertama adalah melalui fungsi sinyal (*Signaling Theory*). Berdasarkan Spence (1973)(Spence, 1973), perusahaan yang mampu mempertahankan atau meningkatkan pembayaran dividen secara konsisten mengirimkan sinyal kredibel kepada pasar bahwa manajemen memiliki keyakinan kuat atas prospek arus kas dan laba di masa depan. Sinyal ini bukan hanya memengaruhi persepsi investor terhadap nilai perusahaan, tetapi juga memperkuat kepercayaan dan mengurangi biaya modal ekuitas yang pada akhirnya mendukung profitabilitas.

Jalur kedua adalah melalui mekanisme disiplin fiskal. Pada perusahaan yang sudah matang (*mature*) seperti anggota LQ45 yang sebagian besar telah melewati fase pertumbuhan

tinggi, *free cash flow* yang besar tanpa disiplin distribusi berpotensi menjadi sumber *agency problem*. Jensen (1986) berargumen bahwa manajer cenderung menggunakan *free cash flow* untuk investasi yang memuaskan kepentingan pribadi atau ekspansi kerajaan bisnis (*empire building*), meskipun NPV proyek tersebut negatif. Komitmen membayar dividen secara reguler memaksa perusahaan untuk mengakses pasar modal eksternal ketika membutuhkan dana investasi, yang secara inheren menundukkan manajemen pada disiplin pasar dan pengawasan kreditur.

Gyapong et al. (2021) pada perusahaan *Australia Securities Exchange* menemukan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh keberagaman dewan dan dimoderasi oleh konsentrasi kepemilikan, menunjukkan keterkaitan yang kompleks antara tata kelola, kepemilikan, dan kebijakan dividen. Resti et al. (2018) mengonfirmasi pengaruh positif kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan BUMN *go public* di Indonesia. Esthi et al. (2021) menemukan pengaruh positif signifikan pada perusahaan-perusahaan yang memiliki kepemilikan asing. Sebaliknya, Yuliana dan Sulistyowati (2023) menemukan pengaruh negatif pada perusahaan manufaktur *food and beverage*, berargumentasi bahwa pembayaran dividen tinggi mengorbankan laba ditahan yang dibutuhkan untuk investasi produktif. Nurzaeni et al. (2022) menemukan pengaruh positif namun tidak signifikan pada sub-sektor telekomunikasi. Kontradiksi ini mencerminkan sifat kontekstual dari hubungan dividen-kinerja. Berlandaskan mekanisme sinyal dan disiplin fiskal, hipotesis yang diajukan adalah:

H3: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan LQ45.

3. METODE PENELITIAN

Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain deskriptif dan asosiatif kausal. Data sekunder berupa laporan keuangan tahunan yang telah diaudit diperoleh dari *website* resmi BEI (www.idx.co.id) dan *website* masing-masing perusahaan. Populasi mencakup seluruh perusahaan anggota indeks LQ45. Pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling* untuk mendapatkan sampel yang sesuai dengan karakteristik yang dibutuhkan. Dari 45 perusahaan LQ45, terpilih 21 perusahaan (84 observasi panel).

Variabel dependen adalah kinerja keuangan (ROE) = Laba Bersih Setelah Pajak/Total Ekuitas. Tiga variabel independen adalah: ukuran direksi (DIRSIZE) = LN (Jumlah Anggota Direksi), transformasi logaritma natural digunakan untuk menormalkan distribusi; kepemilikan institusional (KI) = Jumlah Saham yang Dimiliki Institusi/Total Saham Beredar; dan kebijakan dividen (DPR) = *Dividend Per Share/Earnings Per Share*. Model regresi data panel yang diestimasi adalah: $ROE = \alpha + \beta_1 DIRSIZE + \beta_2 KI + \beta_3 DPR + \varepsilon$. Pemilihan antara *Common*

Effect Model (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM) dilakukan melalui Uji Chow dan Uji Hausman. Uji asumsi klasik meliputi normalitas (Jarque-Bera), multikolinearitas (*correlation matrix*), heteroskedastisitas (Breusch-Pagan-Godfrey dan White), dan autokorelasi (Durbin-Watson). Seluruh analisis menggunakan EViews 13.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1 menyajikan statistik deskriptif seluruh variabel penelitian dari 84 observasi.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian.

Statistik	ROE (Y)	Ukuran Direksi (X1)	Kep. Institusional (X2)	Kebijakan Dividen (X3)
Mean	0,0918	2,0726	0,4442	0,5709
Median	0,0653	1,9459	0,4263	0,5313
Maximum	0,4543	2,4849	0,9910	2,0565
Minimum	0,0093	1,6094	0,0765	0,0203
Std. Dev.	0,0825	0,3211	0,2403	0,3558
Skewness	1,9291	0,0397	1,1528	1,1314
Kurtosis	7,0435	1,4746	3,6645	5,4842
JB Prob.	0,0000	0,0169	0,0000	0,0000
Obs.	84	84	84	84

Sumber: Data diolah peneliti melalui EViews 13.

Variabel ROE memiliki rata-rata 0,0918 dengan standar deviasi 0,0825, mengindikasikan dispersi yang cukup tinggi di antara perusahaan sampel. Nilai minimum ROE sebesar 0,0093 dimiliki oleh UNVR yang mengalami tekanan profitabilitas tajam akibat kombinasi kenaikan biaya input dan penurunan daya beli konsumen pasca pandemi, sementara nilai maksimum 0,4543 mencerminkan profitabilitas ekuitas yang sangat tinggi pada perusahaan perbankan besar seperti BBKA dan BBRI yang menikmati pemulihan kredit di periode 2022–2023. Nilai skewness 1,9291 dan kurtosis 7,0435 mengindikasikan distribusi data mentah yang tidak normal, namun hal ini tidak menjadi masalah dalam regresi data panel karena normalitas yang relevan adalah normalitas residual model, bukan data mentah (Brooks, 2019).

Variabel ukuran direksi dalam skala logaritma natural memiliki rata-rata 2,0726 (setara dengan sekitar 8 anggota direksi) dengan standar deviasi yang relatif kecil (0,3211). Homogenitas ini mencerminkan kecenderungan perusahaan LQ45 untuk mematuhi panduan POJK No. 33/POJK.04/2014 yang mengatur komposisi direksi, sehingga variasi antar

perusahaan sangat terbatas. Kepemilikan institusional rata-rata 44,42% dengan rentang lebar antara 7,65% hingga 99,10%, mencerminkan keberagaman struktur kepemilikan: dari perusahaan dengan kepemilikan institusional minimal seperti TOWR hingga perusahaan BUMN yang saham mayoritasnya dikuasai negara. Kebijakan dividen memiliki variasi tertinggi (std. dev.=0,3558) dengan DPR maksimum 2,0565 yang menunjukkan bahwa beberapa perusahaan bahkan membagikan dividen melebihi laba periode berjalan, menggunakan laba ditahan dari tahun-tahun sebelumnya.

Pemilihan Model dan Uji Asumsi Klasik

Tabel 2 dan Tabel 3 menyajikan hasil uji pemilihan model dan uji asumsi klasik.

Tabel 2. Hasil Uji Pemilihan Model Regresi Data Panel.

Uji	Statistik Uji	Probabilitas	Keputusan
Uji Chow (CEM vs FEM)	Cross-sec. Chi-sq = 156,072	0,0000	FEM lebih tepat
Uji Hausman (FEM vs REM)	Chi-sq = 9,844	0,0199	FEM lebih tepat
Uji LM Breusch-Pagan	LM (cross-sec.) = 58,610	0,0000	REM > CEM

Sumber: Data diolah peneliti melalui EViews 13.

Uji Chow menghasilkan probabilitas Cross-section Chi-square sebesar 0,0000 ($< 0,05$), menolak H_0 yang menyatakan CEM lebih tepat. Uji Hausman menghasilkan probabilitas 0,0199 ($< 0,05$), menolak H_0 yang menyatakan REM lebih tepat, dan mengindikasikan adanya korelasi antara efek individu dan variabel independen atau efek di mana kondisi yang membuat estimator REM tidak konsisten (Hausman, 1978). Dengan demikian, *Fixed Effect Model* (FEM) ditetapkan sebagai model estimasi terbaik. Pilihan FEM ini secara substansial tepat mengingat perusahaan-perusahaan LQ45 memiliki karakteristik heterogen yang tidak terobservasi seperti perbedaan model bisnis, budaya korporasi, kekuatan merek, dan posisi pasar yang secara inheren time-invariant dan harus dikontrol agar estimasi koefisien variabel independen tidak bias (Baltagi, 2021).

Tabel 3. Ringkasan Hasil Uji Asumsi Klasik.

Uji Asumsi	Statistik/Nilai	Nilai Kritis	Kesimpulan
Normalitas residual (JB Prob.)	0,0795	$> 0,05$	Residual berdistribusi normal
Multikolinearitas (maks. korelasi)	0,1248 (X2–X3)	$< 0,80$	Tidak ada multikolinearitas
Heteroskedastisitas BPG (Obs*R ²)	Prob. = 0,9091	$> 0,05$	Homoskedastis
Heteroskedastisitas White (Obs*R ²)	Prob. = 0,4030	$> 0,05$	Homoskedastis (konfirmasi)
Autokorelasi (Durbin-Watson)	DW = 2,2996	$1,5 < DW < 2,5$	Bebas autokorelasi

Sumber: Data diolah peneliti melalui EViews 13.

Nilai probabilitas Jarque-Bera residual sebesar 0,0795 ($> 0,05$) mengindikasikan normalitas residual model pada taraf signifikansi 5%. Perlu dicatat bahwa nilai ini berada tipis di atas ambang batas, namun Brooks (2019) berargumentasi bahwa dalam sampel yang cukup besar seperti 84 observasi, asumsi normalitas bersifat *asymptotically valid* sehingga tidak perlu dikhawatirkan secara berlebihan. Korelasi tertinggi antar variabel independen sebesar 0,1248 antara X2 dan X3 yang jauh di bawah ambang batas 0,80 menegaskan tidak ada masalah multikolinearitas. Nilai DW 2,2996 berada dalam rentang aman 1,5–2,5, menunjukkan estimasi koefisien yang efisien dan tidak bias akibat autokorelasi (Gujarati & Porter, 2009).

Hasil Estimasi dan Uji Hipotesis

Sebelum membahas uji parsial, perlu ditekankan hasil uji simultan yang sangat penting. Tabel 4 menunjukkan nilai *F-statistic* sebesar 16,679 dengan probabilitas 0,000000 ($< 0,05$), yang berarti *Model Fixed Effect* secara keseluruhan signifikan, namun secara parsial ukuran direksi, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap ROE. Nilai *Adjusted R²* sebesar 0,8129 mengindikasikan bahwa model mampu menjelaskan 81,29% variasi ROE perusahaan LQ45, suatu tingkat daya jelas yang tinggi. Penting untuk dipahami bahwa dalam Fixed Effect Model, *Adjusted R²* yang tinggi ini tidak semata-mata berasal dari variabel independen dalam persamaan, melainkan sebagian besar dikontribusikan oleh 21 *fixed effects* perusahaan yang menangkap heterogenitas karakteristik unik masing-masing entitas yang bersifat *time-invariant* (Baltagi, 2021). Fenomena ini sekaligus menjadi temuan substantif: kinerja keuangan perusahaan LQ45 secara dominan ditentukan oleh faktor-faktor *firm-specific* yang melekat pada identitas dan model bisnis masing-masing perusahaan, bukan oleh variasi mekanisme tata kelola antar perusahaan.

Tabel 4. Hasil Estimasi Regresi Fixed Effect Model.

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistik	Prob.	Keputusan
Konstanta (C)	-0,0661	0,2060	-0,3208	0,7495	-
Ukuran Direksi (X1)	-0,0059	0,0835	-0,0704	0,9441	H1 Ditolak
Kep. Institusional (X2)	0,4044	0,2649	1,5268	0,1321	H2 Ditolak
Kebijakan Dividen (X3)	-0,0168	0,0151	-1,1134	0,2700	H3 Ditolak

Catatan: Variabel dependen = ROE; Adj. $R^2 = 0,8129$; F-statistik = 16,679; Prob.(F) = 0,000000

Sumber: Data diolah peneliti melalui EViews 13.

Persamaan regresi yang dihasilkan adalah:

$$\text{ROE} = -0,0661 - 0,0059 \text{ DIRSIZE} + 0,4044 \text{ KI} - 0,0168 \text{ DPR} + \varepsilon$$

Ukuran Direksi tidak Berpengaruh Signifikan terhadap Kinerja Keuangan

Hasil Uji t menunjukkan bahwa ukuran direksi (X1) memiliki koefisien sebesar $-0,0059$ dengan probabilitas 0,9441, jauh di atas taraf signifikansi 5%. H1 ditolak. Temuan ini perlu dimaknai secara berlapis, melampaui sekadar pernyataan statistik.

Dari perspektif struktural, data statistik deskriptif mengungkap bahwa jumlah anggota direksi pada perusahaan LQ45 memiliki variasi yang sangat kecil (std. dev. logaritma natural = 0,3211, setara rentang sekitar 5–12 anggota). Hampir seluruh perusahaan sampel sudah beroperasi dalam rentang jumlah direksi yang dianggap optimal sesuai regulasi POJK No. 33/POJK.04/2014 dan praktik tata kelola terbaik. Ketika seluruh perusahaan dalam sampel sudah berada pada titik optimal, variasi residual yang kecil tidak cukup untuk mendeteksi pengaruh statistik atau fenomena yang dalam ekonometrika dikenal sebagai *lack of variation problem*. Artinya, bukan berarti ukuran direksi tidak berpengaruh secara teoritis, melainkan variasi yang ada dalam sampel ini terlalu sempit untuk mengidentifikasi pengaruh tersebut secara empiris.

Dari perspektif teoritis, *Agency Theory* sendiri tidak secara eksplisit mengasumsikan bahwa lebih banyak anggota direksi selalu menghasilkan pengawasan yang lebih baik. Eisenhardt (1989) menekankan bahwa efektivitas pengawasan bergantung pada insentif dan kapabilitas monitor, bukan semata kuantitas. Dewan yang terlalu besar justru rentan terhadap masalah *free-rider*, di mana masing-masing anggota berasumsi bahwa anggota lain sudah cukup mengawasi sehingga terjadi *under-provision of monitoring* secara kolektif. Kompleksitas koordinasi yang meningkat seiring penambahan anggota juga dapat memperlambat respons terhadap perubahan strategis, menggerus nilai tambah yang diharapkan dari dewan yang lebih besar (Khan et al., 2021). Aspek kualitatif meliputi komposisi keahlian

fungsional, latar belakang industri, *gender diversity*, dan independensi anggota, jauh lebih determinan dibandingkan kuantitas belaka.

Bukti dari literatur internasional mendukung temuan ini. Wintoki et al. (2012) menegaskan bahwa begitu endogenitas dikontrol dengan GMM, pengaruh *board structure* terhadap kinerja menghilang yang mengindikasikan bahwa hubungan yang tampak dalam model sederhana merupakan artefak dari bias simultaneitas, bukan kausalitas sejati. Al-ahdal et al. (2020) menemukan hal serupa pada perusahaan India dan GCC. Di Indonesia, Hidayat et al. (2024) mengonfirmasi ketiadaan pengaruh signifikan pada perusahaan jasa keuangan, dengan argumentasi bahwa ROE dipengaruhi lebih dominan oleh faktor struktural seperti kebijakan pendanaan dan strategi penggunaan laba daripada komposisi dewan. Implikasi yang dapat ditarik adalah bahwa penelitian selanjutnya perlu bergeser dari pengukuran ukuran dewan ke pengukuran kualitas dewan seperti keahlian spesifik anggota, proporsi direktur independen dengan rekam jejak industri relevan, dan efektivitas komite-komite dewan, sebagai proksi yang lebih representatif atas kapabilitas pengawasan.

Kepemilikan Institusional tidak Berpengaruh Signifikan terhadap Kinerja Keuangan

Kepemilikan institusional (X2) menunjukkan koefisien positif sebesar 0,4044 dengan probabilitas 0,1321 ($> 0,05$), sehingga H2 ditolak secara statistik. Namun, analisis atas temuan ini jauh lebih kaya dibandingkan sekadar penolakan hipotesis.

Pertama, arah pengaruh positif sepenuhnya konsisten dengan prediksi *Agency Theory*. Koefisien 0,4044 merupakan yang terbesar di antara seluruh variabel independen, jika variabel ini signifikan, setiap peningkatan 1 poin persentase kepemilikan institusional berpotensi meningkatkan ROE sebesar 0,4044 poin. Nilai probabilitas 0,1321 yang '*borderline*' (berada antara taraf 10% dan 5%) mengindikasikan bahwa ada tendensi pengaruh yang nyata, namun kekuatan statistis (*statistical power*) dari sampel yang ada belum cukup untuk mengonfirmasi pengaruh ini pada ambang batas konvensional 5%. Ini bukan berarti variabel tidak relevan, melainkan sampel 84 observasi mungkin terlalu kecil untuk mendeteksi efek yang sesungguhnya ada namun berukuran moderat.

Kedua, penjelasan substantif yang paling kuat adalah fenomena *monitoring saturation*. Rata-rata kepemilikan institusional pada sampel telah mencapai 44,42% dengan nilai maksimum 99,10% pada perusahaan-perusahaan BUMN, mengindikasikan bahwa fungsi pengawasan institusional sudah berjalan pada intensitas yang sangat tinggi pada hampir seluruh perusahaan. Dalam kondisi ini, peningkatan persentase kepemilikan tambahan tidak lagi menghasilkan *incremental monitoring benefit* yang proporsional atau bahkan terjadi *diminishing return to monitoring*, di mana *marginal value* dari unit pengawasan tambahan

mendekati nol. Fenomena ini analog dengan hukum pengembalian yang semakin menurun dalam teori produksi.

Ketiga, heterogenitas karakter investor institusional dalam sampel turut berkontribusi. Sebagian besar perusahaan LQ45 yang merupakan BUMN seperti BBRI, BMRI, BBNI, TLKM, PGAS, PTBA, SMGR, ANTM memiliki pemegang saham institusional dominan berupa pemerintah melalui Kementerian BUMN atau PT Perusahaan Pengelola Aset. Investor institusional jenis ini tidak selalu berfungsi sebagai monitor *pure-profit-maximizing* sebagaimana diasumsikan *Agency Theory*. Mereka kerap membawa kepentingan kebijakan publik seperti stabilitas keuangan perbankan, ketahanan energi, penyerapan tenaga kerja yang dapat berbenturan dengan optimalisasi profitabilitas jangka pendek. Hal ini menciptakan *principal-agent problem* berlapis yang sulit ditangkap oleh variabel kepemilikan institusional agregat. Sakawa & Watanabel (2020) mengidentifikasi perbedaan mendasar ini antara investor institusional asing dan domestik, serta Setiawan & Syarif (2019) menekankan pentingnya membedakan kepemilikan institusional aktif dari pasif dalam pengujian empiris.

Keempat, Permatasari & Widianingsih (2020) serta Wulandari (2026) menghasilkan temuan serupa pada sampel yang berbeda, memperkuat bahwa ketidaksignifikanan ini bukan anomali penelitian ini semata. Mansour et al. (2022) bahkan berargumentasi bahwa efektivitas tata kelola, termasuk struktur kepemilikan dimoderasi oleh struktur modal, dan tanpa mengontrol variabel moderator ini, hubungan langsung kepemilikan-kinerja dapat bias. Implikasi bagi penelitian selanjutnya adalah menggunakan disagregasi kepemilikan institusional: memisahkan antara kepemilikan pemerintah, kepemilikan institusional asing, dan kepemilikan institusional swasta domestik, serta mengidentifikasi apakah pemegang saham institusional bersifat aktif atau pasif.

Kebijakan Dividen tidak Berpengaruh Signifikan terhadap Kinerja Keuangan

Kebijakan dividen (X3) yang diukur dengan DPR memiliki koefisien negatif sebesar $-0,0168$ dengan probabilitas $0,2700 (> 0,05)$, sehingga H3 ditolak. Namun yang menarik perhatian adalah arah pengaruh yang negatif, pengaruh yang berlawanan dengan prediksi hipotesis yang didasarkan pada *Signaling Theory* dan ini memerlukan penjelasan teoritis yang mendalam.

Arah negatif antara DPR dan ROE dapat dipahami melalui lensa *Pecking Order Theory* (Myers & Majluf, 1984) dan mekanisme *retained earnings*. $ROE = \text{Laba Bersih} / \text{Ekuitas}$. Ekuitas perusahaan terdiri dari modal disetor ditambah laba ditahan kumulatif. Ketika DPR tinggi, porsi laba yang ditahan (*retained earnings*) menjadi lebih kecil. Dampaknya bersifat dua arah: (1) dalam jangka pendek, laba yang tersedia untuk reinvestasi yang berpotensi

menghasilkan pendapatan tambahan di periode berikutnya berkurang; dan (2) dalam jangka menengah, pertumbuhan basis ekuitas yang lebih lambat dapat memengaruhi kemampuan perusahaan untuk mendanai ekspansi tanpa mengeluarkan hutang baru yang meningkatkan biaya bunga dan menekan laba. Pada perusahaan-perusahaan LQ45 yang beroperasi di sektor dengan kebutuhan reinvestasi sangat tinggi seperti perbankan (BBCA, BBRI, BMRI, BBNI: memerlukan modal tier-1 untuk ekspansi kredit), pertambangan (ADRO, PTBA, ITMG: capex ekstraktif besar), dan telekomunikasi (TLKM, TOWR: investasi infrastruktur digital), DPR yang tinggi dapat secara langsung membatasi kapasitas pertumbuhan ROE.

Dari perspektif *Signaling Theory*, ketidaksignifikanan pengaruh kebijakan dividen dapat dijelaskan melalui konsep *information redundancy*. Perusahaan-perusahaan LQ45 adalah emiten paling dikenal dan paling banyak di-cover oleh analis sekuritas di pasar modal Indonesia. Asimetri informasi antara manajemen dan investor yang merupakan kondisi *necessary* untuk *signaling mechanism* bekerja, relatif rendah pada perusahaan-perusahaan ini. Investor sudah memiliki ekspektasi yang sangat stabil dan terdokumentasi mengenai kebijakan dividen masing-masing emiten LQ45, sehingga pengumuman dividen tidak lagi mengandung *incremental information content* yang substansial. Ketika signal tidak mengandung informasi baru yang material, mekanisme *Signaling Theory* tidak dapat bekerja sebagaimana mestinya. Gyapong et al. (2021) menambahkan bahwa efektivitas sinyal dividen juga bergantung pada konsentrasi kepemilikan yang tinggi pada perusahaan BUMN LQ45, sehingga investor mayoritas sudah memiliki akses informasi privat yang mereduksi nilai sinyal dari pengumuman dividen publik.

Temuan ini konsisten dengan Yuliana & Sulistyowati (2023) yang menemukan pengaruh negatif tidak signifikan kebijakan dividen pada sektor manufaktur *food and beverage*, dengan argumentasi serupa bahwa pembayaran dividen tinggi mengorbankan kapasitas reinvestasi. Nurzaeni et al. (2022) menemukan pengaruh positif tidak signifikan pada sub-sektor telekomunikasi, menunjukkan bahwa arah pengaruh pun tidak konsisten antar sektor. Inkonsistensi ini menegaskan sifat kontekstual dari hubungan dividen-kinerja yang sangat bergantung pada karakteristik industri, fase siklus hidup perusahaan, dan strategi pendanaan spesifik masing-masing emiten. Implikasi bagi manajemen adalah perlunya keseimbangan antara pemenuhan ekspektasi dividen pemegang saham dengan kebutuhan reinvestasi untuk pertumbuhan ROE jangka panjang, khususnya di sektor padat modal. Implikasi bagi penelitian selanjutnya adalah menggunakan proksi kebijakan dividen yang lebih nuansa: *dividend yield* (yang menormalkan pembayaran terhadap harga saham), *dividend smoothing index* (yang

mengukur stabilitas kebijakan dividen lintas waktu), atau variabel *dummy* konsistensi dividen yang dapat membedakan pengaruh keputusan membayar versus tidak membayar dividen.

Implikasi Temuan: Dominasi Fixed Effects dan Relevansi Tata Kelola

Temuan paradoks penelitian ini simultan signifikan tetapi parsial tidak signifikan, perlu dimaknai secara holistik. *Adjusted R²* sebesar 81,29% yang sebagian besar disumbang oleh 21 *fixed effects* perusahaan mengungkap kebenaran fundamental: kinerja keuangan perusahaan LQ45 secara dominan dikonstruksi oleh karakteristik unik masing-masing perusahaan yang bersifat permanen dan tidak mudah diubah oleh penyesuaian jumlah direksi, persentase kepemilikan institusional, atau rasio pembayaran dividen semata. Karakteristik ini mencakup kekuatan merek dan *franchise value* (BBCA, UNVR), posisi dominan di pasar oligopolistik (TLKM, BBRI), keunggulan sumber daya alam (ADRO, PTBA, ITMG), dan kompetensi inti yang terakumulasi selama puluhan tahun operasional.

Temuan ini selaras dengan pandangan *resource-based view* (RBV) bahwa sumber daya dan kapabilitas yang unik, langka, tidak dapat ditiru, dan tidak dapat disubstitusi (VRIN) merupakan determinan utama kinerja superior yang *sustainable* (Barney, 1991). Mekanisme tata kelola, betapapun pentingnya secara teoritis, beroperasi sebagai faktor pemungkin (*enabling factor*) yang memastikan sumber daya tersebut dioptimalkan, bukan sebagai sumber keunggulan kompetitif itu sendiri. Pada perusahaan-perusahaan yang sudah memiliki tata kelola yang baik secara struktural (sebagaimana standar LQ45 yang mensyaratkan fundamental keuangan kuat dan likuiditas tinggi), variasi marginal dalam mekanisme GCG tidak lagi menjadi penentu perbedaan kinerja. Yang membedakan BBCA dengan ROE hampir 20% dari SMGR dengan ROE di bawah 5% bukanlah perbedaan jumlah direksi atau persentase kepemilikan institusional, melainkan kualitas model bisnis, efisiensi operasional, dan kekuatan pasar yang telah terbangun selama berpuluh-puluh tahun.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini menghasilkan tiga temuan utama mengenai pengaruh mekanisme tata kelola perusahaan terhadap kinerja keuangan (ROE) pada perusahaan LQ45 periode 2021–2024. Pertama, ukuran direksi tidak berpengaruh signifikan terhadap ROE ($\beta = -0,006$; $p = 0,944$), disebabkan oleh homogenitas jumlah direksi yang sudah berada pada kisaran optimal regulatif, serta oleh argumen teoritis bahwa kualitas anggota direksi yang menentukan efektivitas pengawasan. Kedua, kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap ROE ($\beta = 0,404$; $p = 0,132$), meskipun arah pengaruhnya positif sebagaimana diprediksi *Agency Theory* dan memiliki koefisien terbesar di antara variabel independen.

Saturasi *monitoring* akibat tingginya rata-rata kepemilikan institusional, sifat pasif sebagian investor institusional, dan kompleksitas hubungan keagenan pada BUMN menjadi penjelasan utama ketidaksignifikan ini. Ketiga, kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap ROE ($\beta = -0,017$; $p = 0,270$) dengan arah yang bertentangan dengan hipotesis; mekanisme *Pecking Order Theory* menjelaskan bahwa DPR yang tinggi mengorbankan laba ditahan untuk reinvestasi, sementara informasi *redundancy* pada perusahaan *mature* yang sudah dikenal luas melemahkan *signaling mechanism* yang diasumsikan *Signaling Theory*.

Meskipun demikian, ketiga variabel secara simultan berpengaruh signifikan ($F = 16,679$; $p = 0,000$) dengan *Adjusted R*² 81,29%, dan sebagian besar variasi ROE dijelaskan oleh efek tetap (*fixed effects*) perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa: kinerja keuangan perusahaan LQ45 secara dominan ditentukan oleh karakteristik *firm-specific* yang unik, permanen, dan tidak mudah dimanipulasi melalui penyesuaian variabel tata kelola yang bersifat struktural. Pada perusahaan-perusahaan yang sudah *mature* dan *highly-governed*, peningkatan kinerja keuangan tidak dapat dicapai semata-mata melalui penambahan jumlah direksi, peningkatan kepemilikan institusional, atau penyesuaian rasio dividen, melainkan melalui penguatan kompetensi inti, inovasi model bisnis, dan efisiensi operasional yang berkelanjutan.

DAFTAR REFERENSI

- Al-ahdal, W. M., Alsamhi, M. H., Tabash, M. I., & Farhan, N. H. S. (2020). The Impact of Corporate Governance on Financial Performance of Indian and GCC Listed Firms: An Empirical Investigation. *Research in International Business and Finance*, 51. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101083>
- Alodat, A. Y., Salleh, Z., Hashim, H. A., & Sulong, F. (2022). Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 20(5), 866–896. <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2020-0361>
- Azmi, M. (2025). Analisis Laporan Keuangan dalam Mengukur Kinerja Keuangan pada PT Samudera Indonesia Tbk Periode 2019–2023. *Jurnal Akuntansi Keuangan Dan Perpajakan*, 1, 405–408.
- Baltagi, B. H. (2021). *Econometric Analysis of Panel Data*. Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-53953-5>
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 43–91. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Brooks, C. (2019). *Introductory Econometrics for Finance* (4th ed.). Cambridge University Press.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Eisenhardt, K. M. (1985). Control: Organizational and Economic Approaches. *Management*

- Science*, 31(2), 134–149. <https://doi.org/10.1287/mnsc.31.2.134>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>
- Esthi, N. W. A., Mukhzarudfa, & Yudi. (2021). Determinant of Foreign Ownership, Managerial Ownership, Debt Policy, and Dividend Policy on Financial Performance. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Universitas Jambi*, 6(1).
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (5th Edition). McGraw-Hill Irwin.
- Gyapong, E., Ahmed, A., Ntim, C. G., & Nadeem, M. (2021). Board Gender Diversity and Dividend Policy in Australian Listed Firms: The Effect of Ownership Concentration. *Asia Pacific Journal of Management*, 38(2), 603–643. <https://doi.org/10.1007/s10490-019-09672-2>
- Hidayat, N., Situmorang, M., & Widyowati, M. P. (2024). Pengaruh Ukuran Dewan Direksi, Dewan Komisaris dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan Jasa Sektor Keuangan yang Terdaftar di BEI Tahun 2018–2022. *JATAMA: Jurnal Akuntansi Pratama*, 1(4).
- Jao, R., Asri, M., Holly, A., & Rivaldy. (2022). Pengaruh Karakteristik Dewan Direksi terhadap Kinerja Keuangan dengan Reputasi Perusahaan sebagai Variabel Mediasi. *Jurnal Riset Akuntansi Aksioma*, 21(1), 1–18. <https://doi.org/10.29303/aksioma.v21i1.148>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. <https://doi.org/10.2307/1818789>
- Khan, M. T., Al-Jabri, Q. M., & Saif, N. (2021). Dynamic Relationship Between Corporate Board Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysia. *International Journal of Finance and Economics*, 26(1), 644–661. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1808>
- Mansour, M., Al Amosh, H., Alodat, A. Y., Khatib, S. F. A., & Saleh, M. W. A. (2022). The Relationship Between Corporate Governance Quality and Firm Performance: The Moderating Role of Capital Structure. *Sustainability*, 14(17), 10525. <https://doi.org/10.3390/su141710525>
- Mishra, R. K., & Kapil, S. (2018). Effect of Board Characteristics on Firm Value: Evidence from India. *South Asian Journal of Business Studies*, 7(1), 41–72. <https://doi.org/10.1108/SAJBS-08-2016-0073>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nurzaeni, Z. A., Wiyono, G., & Kusumawardhani, R. (2022). Pengaruh Likuiditas, Aktivitas dan Kebijakan Dividen terhadap Kinerja Keuangan pada Industri Sub Sektor Telekomunikasi di BEI. *Al-Kharaj: Jurnal Ekonomi, Keuangan & Bisnis Syariah*, 5(2), 575–591. <https://doi.org/10.47467/alkharaj.v5i2.1221>
- Permatasari, F., & Widianingsih, L. P. (2020). Pengungkapan Corporate Social Responsibility terhadap Kinerja Keuangan dengan Good Corporate Governance sebagai Variabel Moderasi. *Media Akuntansi Dan Perpajakan Indonesia*, 1(2), 148–165.
- Pillai, R., & Al-Malkawi, H. A. N. (2018). On the Relationship Between Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from GCC Countries. *Research in International Business and Finance*, 44, 394–410. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.110>

- Resti, A. A., Purwanto, B., & Ermawati, W. J. (2018). Pengaruh Kebijakan Dividen dan Investment Opportunity Set (IOS) terhadap Kinerja Perusahaan pada Perusahaan BUMN Go Public. *Ekonomi Dan Bisnis*, 5(1), 40–54. <https://doi.org/10.35590/jeb.v5i1.683>
- Sakawa, H., & Watanabel, N. (2020). Institutional Ownership and Firm Performance Under Stakeholder-Oriented Corporate Governance. *Sustainability*, 12(3), 1021. <https://doi.org/10.3390/su12031021>
- Setiawan, R., & Syarif, M. M. (2019). Kepemilikan Institusional, Kinerja Perusahaan, dan Efek Moderasi dari Kepemilikan Institusional Aktif. *Business and Finance Journal*, 4(1), 41–48. <https://doi.org/10.33086/bfj.v4i1.1095>
- Sitanggang, A. (2021). Pengaruh Dewan Komisaris Independen, Komite Audit, Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kinerja Keuangan Studi Empiris pada Perusahaan Perbankan di BEI 2016–2018. *JRAK*, 7, 181–190.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Wang, H., Wu, J., Yang, Y., Li, R., & Liu, Y. (2019). Ownership Concentration, Identity and Firm Performance: Evidence from China's Listed Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(15), 3653–3666. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1672042>
- Wardati, S. D., Shofiyah, & Ariani, K. R. (2021). Pengaruh Dewan Komisaris, Dewan Direksi, Komite Audit, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Inspirasi Ekonomi*, 3(4). <https://doi.org/10.32938/ie.v3i4.2015>
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581–606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005>
- Wulandari, I. (2026). Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan pada Sub Sektor Perbankan yang Terdaftar di BEI. *EKOMA: Jurnal Ekonomi, Manajemen, Akuntansi*, 5(3), 2805–2811. <https://doi.org/10.56799/ekoma.v5i3.14161>
- Yuliana, L. A., & Sulistyowati, E. (2023). Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Keuangan*, 2(2), 110–125. <https://doi.org/10.24034/jiaku.v2i2.5>