

Analisis Nilai Perusahaan pada BUMN Sektor Infrastruktur

Analysis of Firm Value on Infrastructure Sector State-Owned Enterprise

Putrie Grace Judhistine Girsang

Faculty of Economics and Business, UPN Veteran Jakarta, 12450, Jakarta, Indonesia
e-mail: putrie.grace@upnvj.ac.id

Kery Utami*

Faculty of Economics and Business, UPN Veteran Jakarta, 12450, Jakarta, Indonesia
e-mail: keryutami@upnvj.ac.id

ABSTRACT

This study was conducted to determine whether Profitability, Dividend Policy, Institutional Ownership, Independent Material Ownership and Audit Quality influence Firm Value when measured using Price to Book Value (PBV). The population of this study is state-owned companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2015-2019. The sample selection technique used is the purposive sampling method and obtained 7 companies that meet the criteria. The data analysis of this research uses panel data regression analysis with Eviews version 12 with a significance level of 5 percent where the best estimation model chosen is the Fixed Effect Model. The research has gone through the classical assumption test stage and the results obtained that there are no problems of multicollinearity and heteroscedasticity in the research data. The results of this study indicate that Profitability and Institutional Ownership have a positive and significant effect on firm value. The study also stated that the Independent Commissioner has a significant negative effect on firm value. Meanwhile, the dividend policy and audit quality do not affect firm value.

Keywords: *Firm Value, profitability, dividend policy, good corporate governance, state-owned enterprise.*

ABSTRAK

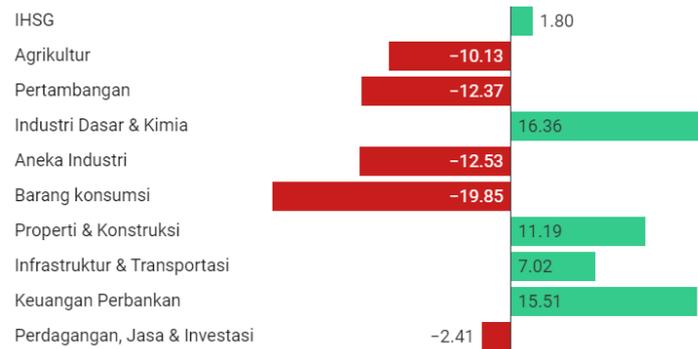
Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Kepemilikan Institusional, Komposisi Kepemilikan Independen dan Kualitas Audit memiliki pengaruh terhadap Nilai Perusahaan bila diukur menggunakan Price to Book Value (PBV). Populasi penelitian ini adalah Perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2015-2019. Teknik pemilihan sampel yang digunakan adalah metode purposive sampling dan diperoleh 7 perusahaan yang memenuhi kriteria. Analisis data penelitian ini menggunakan analisis regresi data panel dengan Eviews version 12 dengan taraf signifikansi 5 persen dimana model estimasi terbaik yang dipilih adalah *Fixed Effect Model*. Penelitian telah melalui tahap uji asumsi klasik dan diperoleh hasil bahwa tidak ditemukan masalah multikolinearitas dan heteroskedastisitas pada data penelitian. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Profitabilitas dan Kepemilikan Institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian juga mengemukakan bahwa Komposisi Komisaris Independen berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan, kebijakan Dividen dan Kualitas Audit tidak berpengaruh terhadap Nilai perusahaan

Kata kunci: Nilai perusahaan, profitabilitas, kebijakan dividen, *good corporate governance*, Badan Usaha Milik Negara.

**Corresponding author*

PENDAHULUAN

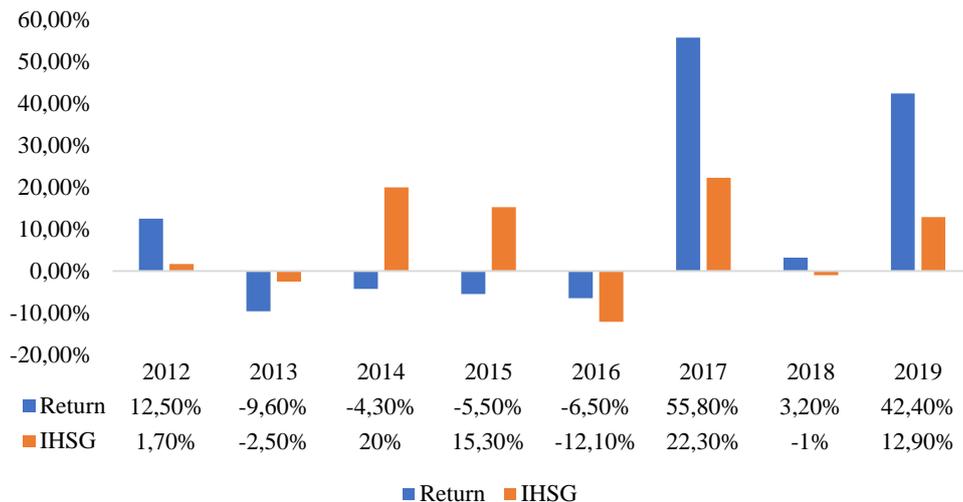
Setiap perusahaan pada umumnya memiliki visi yang spesifik dan dibangun dalam bentuk tujuan jangka pendek dan tujuan jangka panjang. Tujuan jangka panjang perusahaan dibagi ke dalam beberapa tujuan jangka pendek yang jangka waktunya ditentukan oleh perusahaan sendiri. Tujuan jangka pendek tersebut umumnya berupa laba atau keuntungan sementara tujuan jangka panjang lebih berfokus pada peningkatan nilai perusahaan, kesejahteraan pemegang saham dan keberlangsungan hidup perusahaan dalam persaingan di sektor yang digeluti (Mandjar & Triyani, 2019). Hal tersebut dijaga dengan memertahankan performa keuangan yang baik. Berikut merupakan kinerja saham sektoral di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2019:



Sumber: CNBC Indonesia

Gambar 1. Kinerja Saham Sektoral di BEI Tahun 2019

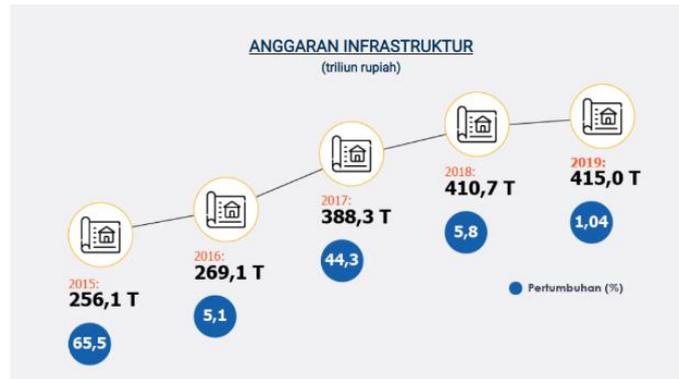
Berdasarkan Gambar 1 di atas, didapatkan informasi bahwa sektor konsumsi memiliki kinerja terburuk dan sektor industri dasar meraih kinerja terbaik dikarenakan meningkatnya harga saham dalam sektornya. Di sisi lain, apabila ditinjau melalui return sektoral jika dibandingkan dengan IHSG, infrastruktur cukup menarik perhatian dengan angka yang berfluktuasi bahkan kerap kali *outperform*. Berikut data return infrastruktur untuk tahun 2012-2019:



Gambar 2. Return Saham Infrastruktur Tahun 2012-2019

Sumber: BEI (data diolah)

Dibandingkan dengan IHSG, pencapaian return sektor infrastruktur terbilang belum memuaskan dimana nilainya fluktuatis cukup tajam di beberapa tahun dan memiliki kesenjangan yang cukup jauh dengan IHSG. Kondisi return demikian cukup kurang memuaskan mengingat pemerintah memiliki harapan yang tinggi untuk sektor infrastruktur yang ditunjukkan dalam alokasi anggaran APBN untuk infrastruktur sebagai berikut:



Gambar 3. Anggaran Infrastruktur APBN 2015-2019
Sumber: Kementerian Keuangan

Dapat dikatakan bahwa infrastruktur menjadi salah satu bidang vital dalam mendukung pembangunan dan senantiasa didukung pemerintah. Berbagai kebijakan yang dilakukan pemerintah terkait infrastruktur akan mendorong aktivitas bisnis perusahaan dalam sektor infrastruktur terlebih perusahaan BUMN karena pemerintah senantiasa melibatkan BUMN dalam perluasan infrastruktur.

Berdasarkan Teori *Dividend Irrelevance* oleh (Miller & Modigliani, 1961), Peningkatan nilai perusahaan dapat terpengaruh oleh kapabilitas perusahaan tersebut dalam mendapatkan laba (profit) dari kegiatan operasional perusahaan atau dari kegiatan investasi yang dilakukan perusahaan. Hal ini memberi sinyal kepada calon pemegang saham untuk berinvestasi pada perusahaan dimana aksi tersebut akan memicu peningkatan harga saham yang nampak langsung pada nilai perusahaan. Teori tersebut sejalan dengan temuan penelitian Wardhana (2020) dan Wiweko & Martianis (2020) yang menyatakan bahwa peningkatan profitabilitas menyebabkan nilai perusahaan meningkat pula karena profit yang tinggi akan memicu permintaan akan saham yang secara langsung akan memengaruhi nilai perusahaan.

Kebijakan dividen berbicara mengenai keputusan yang dibuat oleh perusahaan perihal persentase keuntungan yang akan diberikan kepada pemegang saham atau tidak dibagikan sama sekali (Sutrisno, 2013). Apabila dikaji dengan Teori *Dividend Irrelevance*, kebijakan dividen tidak memiliki efek terhadap nilai perusahaan karena nilai perusahaan hanya dapat dipengaruhi oleh profitabilitas perusahaan.

Pokok masalah *corporate governance* diawali karena adanya pemecahan kepemilikan dan pengelolaan perusahaan. Kondisi ini mendasar pada teori keagenan yang cenderung memprioritaskan keuntungan manajer dibandingkan tujuan perusahaan. Selain diharapkan memiliki kinerja keuangan yang baik, perusahaan juga diekspektasikan memiliki tata kelola perusahaan yang terpuji karena perusahaan yang menerapkan *good corporate governance* (GCG) berpotensi memengaruhi nilai perusahaan (Ulfa & Asyik, 2018).

BUMN yang termasuk dalam sektor infrastruktur terbilang sedikit, namun kerap muncul di berita mengenai kasus yang menyerpa. Salah satunya adalah kasus korupsi pembangunan Gedung kampus IPDN pada Kemendagri TA 2011 pada PT Waskita Karya Tbk. dan PT Adhi Karya Tbk. yang merupakan BUMN klaster infrastruktur. Sudah menjadi sebuah kewajiban bagi BUMN untuk mempraktikkan GCG seperti yang tertera dalam Peraturan Menteri Negara Badan Usaha Milik Negara Nomor: PER-01/MBU/2011 dengan tujuan mengoptimalkan nilai perusahaan BUMN dari pandangan pemegang saham (Poluan & Wicaksono, 2019).

Penelitian terdahulu dari Hermanto *et al.* (2021) menyatakan bahwa GCG berpengaruh terhadap nilai perusahaan karena penyelenggaraan GCG membuat kinerja perusahaan semakin akuntabel.

Atas dasar fenomena serta inkonsistensi penelitian di atas, dilakukan Analisis Nilai Perusahaan pada BUMN Sektor Infrastruktur. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh profitabilitas, kebijakan dividen dan *good corporate governance* terhadap nilai

perusahaan BUMN Sektor Infrastruktur. Sehingga dapat menjadi evaluasi bagi pihak terkait terkait keputusan yang akan diambil untuk meningkatkan nilai perusahaan

Tinjauan Pustaka

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan ialah suatu bentuk kepercayaan publik terhadap suatu perusahaan yang ditunjukkan dengan aksi menanamkan dana pada perusahaan tersebut. Perilaku ini akan memberikan pengaruh pada peningkatan harga saham yang secara langsung akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan tersebut (Brigham & Houston, 2011). Peningkatan nilai perusahaan merupakan tujuan utama dari pemilik perusahaan karena dengan membangun kepercayaan yang baik dari publik dapat menjadi sinyal positif untuk masyarakat lain dalam menentukan keputusan investasi.

Nilai perusahaan kerap dikaitkan dengan harga saham perusahaan di pasar. Jika memaksimalkan harga saham adalah tujuan dari nilai perusahaan, harga saham akan merefleksikan keputusan investasi pemegang saham. Kebijakan dividen maupun keputusan investasi yang kurang baik dapat mengubah persepsi investor dan menjadikannya sebagai sinyal negatif (Utomo, 2019). Sinyal negatif tersebut akan membuat harga saham ikut turun. Pergerakan harga saham tersebut menunjukkan kurangnya kemampuan perusahaan memikat calon investor untuk menginvestasikan modalnya pada perusahaan.

Berangkat dari pernyataan-pernyataan di atas, dapat diambil kesimpulan bahwa nilai perusahaan merupakan gambaran bagaimana publik memandang kinerja suatu perusahaan yang tergambar dari harga pasar saham. Nilai perusahaan berkaitan dengan kepercayaan publik akan prospek masa depan perusahaan dan perlu diperhatikan karena sejalan dengan tujuan perusahaan yaitu menyejahterakan para pemegang saham.

Profitabilitas dan Nilai Perusahaan

Profitabilitas merupakan salah satu indikator efektivitas manajemen dalam mencetak laba dari operasional perusahaan (Hery, 2016). Profitabilitas dipandang sebagai metode pengukuran kapabilitas manajemen dalam memperoleh keuntungan dari aset yang dimiliki. Maka dari itu, profitabilitas sangat berpengaruh pada kinerja perusahaan.

Keuntungan yang dihasilkan bermanfaat untuk kegiatan operasional perusahaan di periode selanjutnya maupun pengalokasiannya kepada dividen (Yudiaritini & Dharmadiaksa, 2016). Bagi perusahaan *go public*, fokus perusahaan bukan hanya mengenai seberapa besar laba yang diperoleh namun mengenai bagaimana keuntungan tersebut dapat menyejahterakan pemegang saham.

Perusahaan yang mampu senantiasa menghasilkan laba memiliki prospek yang baik untuk terus berkembang. Hal ini menjadi sinyal positif untuk pemegang saham dalam menentukan keputusan investasi. Melalui uraian di atas, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas bergerak sejalan dengan nilai perusahaan.

Teori Modigliani dan Miller (1961) menyatakan bahwa dalam pergerakan harga saham atau nilai perusahaan, yang dapat memengaruhi adalah pemasukan atau laba. Penentuan profitabilitas dapat dilakukan dengan rasio profitabilitas dengan membandingkan data laporan keuangan untuk periode yang berbeda untuk mengetahui pergerakan, baik peningkatan maupun penurunan keuntungan (Kasmir, 2019).

Teori tersebut sejalan dengan temuan penelitian Wardhana (2020), Wiweko dan Martianis (2020) dan Fatimah *et al.* (2020) yang menyatakan bahwa peningkatan profitabilitas menyebabkan nilai perusahaan meningkat pula karena profit yang tinggi akan memicu permintaan akan saham yang secara langsung akan memengaruhi nilai perusahaan. Di sisi lain, teori tersebut tidak konsisten dengan riset Apriyanti *et al.* (2021) dan (Adha *et al.*, 2021) yang mengemukakan bahwa profitabilitas tidak memengaruhi nilai perusahaan karena penilaian nilai perusahaan melalui laba dari ekuitas dinilai kurang efektif dan cenderung menggunakan indikator keuangan lainnya.

H₁: Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Dividen merupakan bentuk keuntungan yang diterima pemegang saham dari saham yang ditanamkan di perusahaan (Musthafa, 2011). Sedangkan kebijakan dividen yang dijelaskan oleh (Gumanti, 2013) merupakan aksi yang dilakukan oleh perusahaan dalam menentukan putusan pembagian dividen terkait pola penyebaran kepada investor dan jumlah rupiahnya.

Kebijakan dividen berkaitan dengan pertimbangan apakah akan membagikan keuntungan sebagai dividen atau menahannya sebagai laba ditahan untuk pendanaan operasional perusahaan periode selanjutnya (Darmawan, 2018). Apabila perusahaan sepakat untuk menerbitkan dividen, tujuan aksi tersebut adalah untuk memberi sinyal positif kepada publik mengenai prospek jangka panjang perusahaan dan untuk mengurangi konflik *agency* antara manajemen dengan investor (Sartono, 2012).

Berdasarkan pendapat yang dikemukakan, dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen adalah suatu kebijakan yang dikembangkan oleh manajemen perusahaan terkait dengan pengalokasian laba kepada investor dalam bentuk dividen atau untuk memenuhi kebutuhan perusahaan dalam bentuk laba ditahan dengan maksud membiayai operasional atau investasi di masa mendatang

Gordon (1959) mengemukakan terdapat dua keuntungan yang diharapkan oleh investor dari keputusannya membeli saham perusahaan, antara lain:

a. *Dividend Yield*

Dividen merupakan pembagian laba saham yang berasal dari alokasi laba perusahaan. Penerbitan dividen dilakukan pada akhir tahun buku setelah disetujui pemegang saham.

b. *Capital Gain*

Capital gain merupakan keuntungan yang diperoleh dari selisih antara harga beli dan harga jual saham. Apabila selisih tersebut bersifat negatif dinamakan *capital loss*. *Capital gain* didapatkan investor apabila menjual sahamnya pada harga lebih tinggi dibandingkan harga saham saat dibeli dulu.

Jumlah dividen yang besar dipandang pemegang saham sebagai sebuah sinyal positif bahwa perusahaan berkompeten dalam memakmurkan para investornya. Dividen yang tinggi sering diikuti dengan kenaikan saham dimana kenaikan saham akan menyebabkan peningkatan nilai perusahaan. Oleh karena itu kebijakan dividen dapat dilihat sebagai sinyal terkait prospek perusahaan di masa mendatang (Sitanggang, 2013). Hal ini menandakan bahwa kebijakan dividen harus dipertimbangkan dengan bijak karena dilihat investor sebagai sinyal atas capaian perusahaan dan kinerja keuangannya.

Modigliani dan Miller menjelaskan dalam *Dividend Irrelevance Theory* bahwa pembagian dividen bukan merupakan aspek yang dapat memengaruhi pergerakan nilai perusahaan. Teori tersebut didukung oleh penelitian dari Julianto dan Megawati (2020) juga memberikan anggapan bahwa pembagian dividen yang tinggi memang akan menyejahterakan pemegang saham tetapi kurang menguntungkan perusahaan karena dana internal yang akan terkuras dari pengurangan laba dan akan berakhir melemahkan kinerja keuangan dan nilai perusahaan Teori ini tidak senada dengan penelitian Anggraeny *et al.* (2021) dan Rasyid dan Yuliandhari (2018) yang mengemukakan bahwa pembagian dividen memicu peningkatan nilai perusahaan.

H₂: Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Good Corporate Governance

Pembahasan mengenai *good corporate governance* diawali dari konflik keagenan yang memisahkan pihak agen dan pihak principal. Penerapan *good corporate governance* tidak terlepas dari keinginan perusahaan untuk dapat berjalan dengan baik. Suatu manajemen dalam kegiatannya pasti menginginkan perusahaannya berjalan dengan sehat dan efisien. Untuk mencapai perusahaan yang sehat dan efisien, perusahaan perlu menjalankan prinsip-prinsip *good corporate governance* yang baik dalam menilai akuntabilitas dan transparansi untuk memastikan peningkatan kesejahteraan pemegang saham dari peningkatan nilai perusahaan.

Definisi *good corporate governance* oleh (Tunggal, 2013) adalah sistem yang mengelola proses operasional perusahaan untuk meningkatkan harga saham sebagai bentuk pengutamaan

kepentingan pemegang saham. Semenjak reformasi tahun 1998, pemerintah Indonesia telah konsisten menerapkan prinsip-prinsip *good corporate governance* baik di deretan pemerintah maupun swasta semi menciptakan tata Kelola yang sehat dan efisien. BUMN yang dipandang sebagai pelaku utama perekonomian Indonesia sudah sepatutnya menjadi panutan yang memberi contoh bagi perusahaan lain dalam mempraktikkan *good corporate governance*. (Sudarmanto *et al.*, 2021).

Prinsip-prinsip *good corporate governance* yang terdapat pada Peraturan Menteri Negara Badan Usaha Milik Negara Nomor: PER-01/MBU/2011 antara lain:

- a. Transparansi
- b. Akuntabilitas
- c. Pertanggungjawaban
- d. Kemandirian
- e. Kewajaran

Good corporate governance yang diharapkan dapat memberikan kepercayaan pada para pemegang saham bahwa mereka akan mendapatkan keuntungan atas dana yang ditanamkan dapat dilihat dari beberapa aspek, diantaranya adalah (Kusumaningtyas & Andayani, 2015):

- a. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan saham yang dimiliki oleh pemerintah dan institusi lainnya. Adanya kepemilikan oleh institusional dapat membantu pemantauan investasinya sehingga dapat menekan potensi kecurangan oleh manajemen dan meminimalisir konflik keagenan.

- b. Komposisi Komisaris Independen

Komposisi komisaris independen merupakan anggota dewan komisaris yang tidak memiliki afiliasi dengan manajemen, dalam arti anggota dewan komisaris tidak memiliki hubungan dengan pemegang saham dalam arti yang akan memengaruhi tindakan anggota dewan komisaris dalam mempraktikkan *good corporate governance*.

- c. Kualitas Audit

Audit merupakan suatu kegiatan yang dilaksanakan dalam rangka menyelaraskan informasi yang dimiliki oleh manajemen perusahaan dan pemegang saham dalam bentuk laporan keuangan.

Penelitian terdahulu dari Hermanto *et al.* (2021) menyatakan bahwa GCG berpengaruh terhadap nilai perusahaan karena penyelenggaraan GCG membuat kinerja perusahaan semakin akuntabel. Penelitian tersebut tidak konsisten dengan penelitian Wijaya (2017) yang menyatakan bahwa aspek seperti kepemilikan manajerial dan institusional tidak menjadi jaminan nilai perusahaan yang baik karena tidak diperhatikan oleh investor sebelum berinvestasi.

H₃: Kepemilikan Institusional berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

H₄: Komposisi Komisaris Independen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

H₅: Kualitas Audit berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Analisis nilai perusahaan BUMN sektor infrastruktur dilakukan secara kuantitatif dengan sumber data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan BUMN sektor infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode penelitian tahun 2015-2019 dan sudah dipublikasikan di situs BEI melalui www.idx.co.id, situs resmi perusahaan, www.finance.yahoo.com dan sumber lainnya.

Dari total 21 perusahaan BUMN diperoleh 7 perusahaan yang memenuhi persyaratan purposive sampling dengan ketentuan sebagai berikut:

- a. Perusahaan BUMN yang bergerak di sektor infrastruktur
- b. Perusahaan BUMN Sektor Infrastruktur yang memublikasikan laporan keuangan atau laporan tahunan di situs resmi BEI atau situs resmi perusahaan secara konsisten pada periode 2015-2019
- c. Perusahaan BUMN Sektor Infrastruktur yang tidak menyajikan seluruh data yang diperlukan untuk perhitungan variabel dalam laporan keuangan atau laporan tahunan

Nilai perusahaan sebagai variabel dependen diwakilkan dengan *Price to Book Value* (PBV) didapatkan dengan rumus berikut:

$$PBV = \frac{\text{harga pasar saham per lembar saham}}{\text{nilai buku saham perlembar}}$$

Profitabilitas diwakilkan dengan *Return on Equity* (ROE) didapatkan dengan rumus berikut:

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Equity}}$$

Kebijakan dividen diwakilkan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) didapatkan dengan rumus berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividen Kas}}{\text{Laba Bersih}}$$

Kepemilikan institusional yang bersinggungan dengan salah satu prinsip GCG yaitu transparansi dimana saham yang dimiliki institusi dapat meningkatkan pengungkapan masalah meminimalisir tindak manipulasi laporan keuangan dihitung dengan perbandingan berikut:

$$KI = \frac{\text{Saham yang dimiliki oleh pemerintah, institusi dan perusahaan lain}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

Komposisi komisaris independen yang bersinggungan dengan prinsip kemandirian GCG dimana dalam operasionalnya tidak ada dominasi dari satu pihak diketahui dengan perbandingan berikut:

$$KKI = \frac{\text{Jumlah komisaris independen}}{\text{Total anggota dewan komisaris}}$$

Kualitas audit yang bersinggungan dengan prinsip akuntabilitas GCG dimana kinerja transparan perusahaan harus dapat dipertanggungjawabkan diwakilkan dengan variabel dummy dengan keterangan sebagai berikut:

- a. Diaudit oleh Kantor Akuntan Publik Big 4 = 1
- b. Diaudit oleh Kantor Akuntan Publik Non Big 4 = 0

Penelitian melalui proses analisis statistik deskriptif dan analisis regresi data panel dengan uji hipotesis secara parsial dan uji koefisien determinasi dengan bantuan program Eviews 12. Proses analisis regresi data panel diawali dengan menentukan model terbaik untuk dipilih antara Common Effect Model (CEM), Fixed Effect Model (FEM) dan Random Effect Model (REM) dengan uji pemilihan model yaitu Uji Chow, Uji Hausman dan Uji Lagrange Multiplier. Berdasarkan hasil pengujian, estimasi model terbaik adalah Fixed Effect Model (FEM).

Model FEM menggunakan pendekatan Ordinary Least Square (OLS) sehingga mensyaratkan lolos masalah-masalah asumsi klasik yang meliputi uji Normalitas, Autokorelasi, Multikolinearitas dan Heteroskedastisitas. Pengolahan regresi data panel tidak mewajibkan model terbebas dari masalah autokorelasi dan normalitas sehingga uji yang dilakukan hanya uji Multikolinearitas dan Heteroskedastisitas (Nachrowi & Usman, 2006). Hasil nilai koefisien korelasi pada model regresi dikemukakan bebas dari multikolinearitas, hal yang sama terjadi pada hasil nilai Prob. Dari uji Glejser yang mengemukakan bahwa model regresi terbebas dari heteroskedastisitas

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Berikut merupakan daftar nama perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini:

Tabel 1. Daftar Perusahaan Sampel Penelitian

Kode	Nama Perusahaan
ADHI	PT Adhi Karya Tbk
JSMR	PT Jasa Marga (Persero) Tbk
PTPP	PT Pembangunan Perumahan (Persero) Tbk
SMGR	PT Semen Indonesia (Persero) Tbk
SMBR	PT Semen Baturaja Tbk
WIKA	PT Wijaya Karya Tbk (WIKA) Tbk
WSKT	PT Waskita Karya (Persero) Tbk

Penelitian ini mendapatkan gambaran mengenai variabel-variabel dengan analisis statistik deskriptif.

Tabel 2. Hasil Statistik Deskriptif

	Y	X1	X2	X3	X4	X5
Mean	2,177829	0,121343	0,270343	0,941314	0,338943	0,371429
Median	1,694000	0,114000	0,201000	0,958000	0,333000	0,000000
Maximum	11,05100	0,393000	1,250000	0,993000	0,600000	1,000000
Minimum	0,567000	0,008000	0,050000	0,817000	0,200000	0,000000
Std. Dev.	2,161576	0,067680	0,194384	0,050610	0,076140	0,490241

Rata-rata rasio PBV perusahaan BUMN sektor infrastruktur selama periode pengamatan tahun 2015-2019 adalah sebesar 2,177829 atau 2,178. Pada umumnya, nilai PBV dikatakan dalam kondisi yang baik apabila bernilai lebih dari 1. Rata-rata rasio ROE perusahaan BUMN sektor infrastruktur selama periode pengamatan tahun 2015-2019 adalah sebesar 0,121343 atau 0,121. Pada umumnya, semakin besar nilai ROE dinilai semakin baik karena mampu menghasilkan profit yang semakin besar pula.

Rata-rata rasio DPR perusahaan BUMN sektor infrastruktur selama periode pengamatan tahun 2015-2019 adalah sebesar 0,270343 atau 0,270. Pada umumnya, semakin besar nilai DPR dinilai semakin baik karena mampu membagikan dividen yang semakin besar pula. Rata-rata rasio KI perusahaan BUMN sektor infrastruktur selama periode pengamatan tahun 2015-2019 adalah sebesar 0,941314 atau 0,941. Pada umumnya, nilai KI yang semakin besar mengindikasikan semakin kuatnya pengaruh terhadap perusahaan yang mencakup pengendalian keputusan manajerial untuk dapat mencapai tujuan perusahaan dan akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Rata-rata rasio Komposisi Komisaris Independen (KKI) perusahaan BUMN sektor infrastruktur selama periode pengamatan tahun 2015-2019 adalah sebesar 0,338943 atau 0,339. Pada umumnya, nilai KKI yang semakin besar mengindikasikan semakin banyaknya anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan anggota direksi, pemegang saham pengendali maupun dewan komisaris lainnya sehingga dapat bertindak independen tanpa mengutamakan kepentingan suatu golongan.

Rata-rata rasio Kualitas Audit (KA) perusahaan BUMN sektor infrastruktur selama periode pengamatan tahun 2015-2019 adalah sebesar 0,371429 atau 0,371. KAP Big 4 dikenal berpengalaman, terpercaya dan berkinerja baik sehingga jasanya kerap digunakan oleh perusahaan besar di Indonesia. Dari 35 sampel pengamatan, Kualitas Audit terhitung masih rendah dimana lebih dari separuh sampel masih belum menggunakan jasa audit KAP Big 4. Nilai standar deviasi nilai perusahaan, profitabilitas, kebijakan dividen, kepemilikan institusional dan komposisi komisaris independen lebih kecil dari rata-ratanya yang mengindikasikan perbedaan antara nilai minimum dan nilai maksimum tidak terlalu jauh dan tingkat penyimpangannya

rendah. Hal tersebut berbanding dengan standar deviasi kualitas audit yang lebih besar dibandingkan rata-ratanya yang mengindikasikan sebaran data yang besar atau lebih bervariasi.

Regresi Data Panel

Terdapat tiga macam model estimasi yang dapat digunakan dan diawali dengan beberapa pengujian untuk menentukan model estimasi mana yang terbaik untuk digunakan. Pengujian dimulai dengan uji Chow (memilih CEM atau FEM), uji Hausman (memilih FEM atau REM) dan uji Lagrange Multiplier (memilih CEM atau REM). Apabila model telah terpilih pada dua uji pertama, maka pengujian Lagrange Multiplier tidak perlu dilakukan.

Tabel 3. Hasil Uji Chow
Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	4,376019	(6,23)	0,0043
Cross-section Chi-square	26,653877	6	0,0002

Berdasarkan hasil Uji Chow pada tabel 3 di atas, nilai probabilitas *Cross-section Chisquare* sebesar 0.0002 lebih kecil daripada 0.05. Dengan demikian, dapat diambil kesimpulan bahwa melalui Uji Chow, model yang tepat untuk digunakan dalam penelitian ini adalah *Fixed Effect Model*.

Tabel 4. Hasil Uji Hausman
Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	26,233578	5	0,0001

Berdasarkan hasil Uji Hausman pada tabel 4 di atas, nilai probabilitas *Cross-section random* sebesar 0.0001 lebih kecil daripada 0.05. Dengan demikian, dapat diambil kesimpulan bahwa melalui Uji Hausman, model yang tepat untuk digunakan dalam penelitian ini adalah *Fixed Effect Model*. Uji Lagrange Multiplier tidak dilakukan karena dua pengujian pertama telah menunjukkan hasil yang sama.

Tabel 5. *Fixed Effect Model*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-29,28014	10,91259	-2,683152	0,0133
X1	8,410751	5,273592	2,389023	0,0255
X2	1,723855	1,458068	1,182287	0,2492
X3	35,49793	11,06717	3,207499	0,0039
X4	-10,16610	4,266168	-2,382958	0,0258
X5	0,006377	0,956734	0,006665	0,9947

Berdasarkan hasil uji menggunakan *Fixed Effect Model*, dapat dibentuk persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{Nilai Perusahaan} = (-29,28014) + 8,410751 \text{ ROE} + 1,723855 \text{ DPR} + 35,49793 \text{ KI} + (-10,16610) \text{ KKI} + 0,006377 \text{ KA}$$

1. Berdasarkan hasil uji regresi pada tabel 6, nilai konstanta yang didapatkan sebesar -29.28014 yang dapat disimpulkan apabila nilai variabel-variabel independen dianggap konstan atau tetap, Nilai perusahaan bernilai -29,28014.
2. Variabel X1 yaitu Profitabilitas yang diukur dengan *Return on Equity* (ROE) memiliki koefisien sebesar 8,410751. Dapat diinterpretasikan bahwa setiap kenaikan ROE sebesar 1

satuan dengan asumsi koefisien regresi dari variabel independen lainnya bernilai konstan maka PBV akan meningkat sebesar 8,410751.

3. Variabel X2 yaitu Kebijakan Dividen yang diukur dengan *Dividend Payout ratio* (DPR) memiliki koefisien sebesar 1,723855. Dapat diinterpretasikan bahwa setiap kenaikan DPR sebesar 1 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai konstan maka PBV akan meningkat sebesar 1,723855.
4. Variabel X3 yaitu Kepemilikan Institusional (KI) memiliki koefisien sebesar 35,49793. Dapat diinterpretasikan bahwa setiap kenaikan KI sebesar 1 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai konstan maka PBV akan meningkat sebesar 35,49793.
5. Variabel X4 yaitu Komposisi Komisaris Independen (KKI) memiliki koefisien sebesar -10,16610. Dapat diinterpretasikan bahwa setiap kenaikan KKI sebesar 1 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai konstan maka PBV akan menurun sebesar 10,16610.
6. Variabel X5 yaitu Kualitas Audit (KA) memiliki koefisien sebesar 0,006377. Dapat diinterpretasikan bahwa setiap kenaikan KA sebesar 1 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai konstan maka PBV akan meningkat sebesar 0,006377.

Uji Asumsi Klasik

Uji Multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui apakah antar variabel independen terdapat hubungan yang tinggi atau mendekati sempurna (Junjuna & Nawangsari, 2021). Data tidak memiliki masalah multikolinearitas apabila nilai koefisien korelasinya kurang dari 0,80.

Tabel 6. Uji Multikolinearitas

	X1	X2	X3	X4	X5
X1	1	-0,15872	0,111541392	-0,057305	-0,00927
X2	-0,15872	1	-0,293348212	-0,057295	-0,09705
X3	0,111541	-0,29335	1	-0,068139	0,45273
X4	-0,05731	-0,05729	-0,068139005	1	-0,28308
X5	-0,00927	-0,09705	0,452729601	-0,283078	1

Berdasarkan tabel di atas dapat dilihat hasil yang menunjukkan nilai koefisien korelasi antar variabel independen tidak ada yang bernilai lebih besar dari 0,80, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ditemukan masalah multikolinearitas dari variabel independen yang digunakan. Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan tujuan mengetahui keberadaan perbedaan varians dari residu model regresi (Sugiyono, 2012). Model regresi dinyatakan tidak memiliki masalah heteroskedastisitas apabila nilai Prob. lebih dari 0,05

Tabel 7. Uji Heteroskedastisitas

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2,09556	4,554758	-0,460082	0,6498
X1	-3,19773	2,201122	-1,452772	0,1598
X2	-0,58799	0,608577	-0,966171	0,344
X3	3,537762	4,619277	0,765869	0,4515
X4	0,462557	1,780637	0,259771	0,7974
X5	-0,26043	0,399327	-0,652163	0,5208

Pada Tabel 6 di atas dapat dilihat hasil yang menunjukkan bahwa seluruh Prob. pada variabel independen bernilai lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ditemukan masalah heteroskedastisitas dari variabel independen yang digunakan.

Uji Hipotesis

Tabel 8. Uji Parsial

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-29,28014	10,91259	-2,683152	0,0133
X1	8,410751	5,273592	2,389023	0,0255
X2	1,723855	1,458068	1,182287	0,2492
X3	35,49793	11,06717	3,207499	0,0039
X4	-10,16610	4,266168	-2,382958	0,0258
X5	0,006377	0,956734	0,006665	0,9947

Ket: Signifikansi $\alpha=5\%$

Hasil regresi yang digunakan untuk uji parsial di atas menunjukkan bahwa profitabilitas dan kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif signifikan, komposisi komisaris independen memiliki pengaruh negatif signifikan sementara kebijakan dividen dan kualitas audit tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan

Tabel 9. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Uji Koefisien Determinasi (R^2)			
Root MSE	1,178984	R-squared	0,693759
Mean dependent var	2,177829	Adjusted R-squared	0,547295
S.D. dependent var	2,161576	S.E. of regression	1,454380
Akaike info criterion	3,852897	Sum squared resid	48,65010
Schwarz criterion	4,386159	Log likelihood	-55,42570
Hannan-Quinn criter.	4,036979	F-statistic	4,736743
Durbin-Watson stat	1,719784	Prob(F-statistic)	0,000817

Hasil Uji Koefisien Determinasi dapat dilihat dari nilai *Adjusted R-squared*. Hasil uji pada tabel 9 menunjukkan nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0,547295 atau 55 percent yang menunjukkan bahwa Nilai Perusahaan sebagai variabel dependen dapat dipengaruhi oleh variabel-variabel independen sebesar 55 percent. Sementara 45 percent lainnya dijelaskan dan dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini. Beberapa variabel lain yang dapat digunakan adalah koneksi politik yang dibuktikan berpengaruh positif pada penelitian (Bandiyono, 2019), *Corporate Social Responsibility* (CSR) yang dibuktikan berpengaruh oleh (Jihadi *et al.*, 2021) dan likuiditas, ukuran perusahaan yang dibuktikan berpengaruh positif dalam penelitian (Juhandi *et al.*, 2019).

Pembahasan

Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis menunjukkan hasil bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Dapat dideskripsikan bahwa semakin tinggi profitabilitas maka semakin tinggi pula nilai perusahaannya, begitu pula sebaliknya. Hasil ini didapat dari Tabel 8 dimana nilai signifikansi sebesar 0,0255 yang lebih kecil dari 0,05 dan menjadikan H_a diterima. Pada kasus perusahaan WSKT, perusahaan tidak mengalami peningkatan laba selama 5 tahun berturut-turut, dibuktikan dengan ROE yang menurun dari 0,393 pada tahun 2015 menjadi 0,092 pada tahun 2019. Demikian pula untuk PBVnya yang menurun dari 0,393 di tahun 2015 menjadi 0,092 di tahun 2019.

Hal ini disebabkan karena peningkatan laba yang dicapai perusahaan menimbulkan sinyal positif dan memicu peningkatan harga saham, dimana peningkatan harga saham berperan dalam peningkatan nilai perusahaan pula. Hasil tersebut didukung oleh penelitian oleh (Sukmawardini & Ardiansari, 2018) yang menyatakan bahwa profitabilitas yang tinggi dapat memberikan sinyal bagi para pemegang saham agar dapat merespon sinyal tersebut dengan peningkatan permintaan saham. Hal serupa didukung oleh (Stevani & Pernamasari, 2019) yang menyatakan bahwa tingginya kemampuan perusahaan mencetak laba meningkatkan ekspektasi investor akan return yang menyebabkan investor menilai perusahaan lebih baik.

Hasil penelitian ini juga sejalan dengan Teori Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa laba memengaruhi nilai perusahaan. Hasil juga sejalan dengan penelitian (Bhat *et al.*, 2018) yang menyatakan bahwa pendapatan laba yang tinggi memicu pemberian tanda prospek keuangan perusahaan yang baik sehingga dapat memicu peningkatan permintaan saham. Maka dapat diambil kesimpulan bahwa profitabilitas merupakan faktor yang dapat memengaruhi nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan atau perubahan yang terjadi pada kebijakan dividen baik itu peningkatan atau penurunan tidak akan berdampak pada pergerakan nilai perusahaan. Hasil ini didapat dari Tabel 8 dimana nilai signifikansi kebijakan dividen sebesar 0,4426 dimana angka tersebut lebih besar dari 0,05 menjadikan H_0 diterima.

Hal ini dapat disebabkan karena tidak semua pemegang saham berfokus pada penerbitan dividen dan besarnya dan dividen tidak begitu memberi dampak sinyal positif untuk pemegang saham. Dikarenakan beberapa investor memilih untuk melakukan *trading* yang lebih berfokus pada pergerakan harga saham yang berfluktuasi.

Hasil tersebut juga didukung oleh *Dividend Irrelevance Theory* oleh Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa Kebijakan Dividen tidak memiliki pengaruh terhadap Nilai Perusahaan dimana hanya laba atau profitabilitas saja yang memiliki pengaruh terhadap Nilai Perusahaan. Penelitian dari Julianto & Megawati (2020) juga memberikan anggapan bahwa pembagian dividen yang tinggi memang akan menyejahterakan pemegang saham tetapi kurang menguntungkan perusahaan karena dana internal yang akan terkuras dari pengurangan laba dan akan berakhir melemahkan kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Dari sisi lainnya, pembagian dividen yang rendah akan meningkatkan kas internal perusahaan dan menarik pemegang saham dengan harapan dana yang tinggi tersebut akan dapat digunakan untuk menciptakan keuntungan yang lebih lagi seperti yang disarankan dalam penelitian (Munawar, 2019).

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Dapat dideskripsikan bahwa besarnya proporsi kepemilikan oleh institusi dari total saham beredar akan memicu peningkatan nilai perusahaan. Hasil ini didapat dari Tabel 8 dimana nilai signifikansi kepemilikan institusional sebesar 0,0039 dimana angka tersebut lebih kecil dari 0,05 yang menjadikan H_a diterima. Pada perusahaan SMGR, terlihat peningkatan Kepemilikan institusional secara terus menerus dari tahun 2017 sampai tahun 2019 yaitu dari 0,985 menjadi 0,993. Hal tersebut disambut sebagai sinyal positif yang menyebabkan meningkatnya PBV perusahaan dari 1,954 menjadi 2,100.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian (Suhadak *et al.*, 2019) dan Wahyudin *et al.* (2020) yang menunjukkan hasil bahwa kepemilikan Institusional memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan dimana kepemilikan oleh institusi mengindikasikan pengaruh positif dalam hal kontrol akan perusahaan dan pelaporan kondisi keuangan. Selama periode pengamatan tahun 2015-2019, terdapat 6 sampel pengamatan yang Kepemilikan Institusionalnya meningkat dan diikuti oleh peningkatan Nilai Perusahaan.

Penelitian terdahulu dari Wiguna & Yusuf (2019) dengan hasil dan objek serupa menyatakan bahwa BUMN yang mayoritas sahamnya dimiliki oleh institusi akan memberikan dampak baik dimana tindak manajemen laba dapat diperkecil kemungkinannya serta dapat meminimalisir tindak manipulasi laporan keuangan perusahaan untuk dapat menegakkan prinsip transparansi yang terdapat pada Peraturan Menteri Negara Badan Usaha Milik Negara Nomor: PER-01/MBU/2011.

Pengaruh Komposisi Komisaris Independen terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis menunjukkan bahwa komposisi komisaris independen memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti, apabila perusahaan meningkatkan jumlah komisaris independen dalam susunan dewan komisaris, hal tersebut akan memicu

penurunan nilai perusahaan. Hasil ini didapat dari Tabel 8 dimana nilai signifikansi sebesar 0,0258 yang lebih rendah dari 0,05 menjadikan H_a diterima. Pada tahun 2017, SMGR mengalami penurunan jumlah dewan komisaris independen dari 3 orang menjadi 1 orang. Hal tersebut disambut dengan peningkatan Nilai Perusahaan dari 8.795 menjadi 11.051.

Pada umumnya, nilai KKI yang semakin besar mengindikasikan semakin banyaknya anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan anggota direksi, pemegang saham pengendali maupun dewan komisaris lainnya sehingga dapat bertindak independen tanpa mengutamakan kepentingan suatu golongan. Walaupun menunjukkan hasil yang negatif, hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu dengan topik serupa oleh Saputra *et al.* (2019), (M & Sasidharan, 2020) dan Wahyudin *et al.* (2020) dimana terdapat hubungan antara Komposisi Komisaris Independen terhadap Nilai Perusahaan.

Penelitian Wardoyo & Veronica (2013) juga menjelaskan bahwa komposisi komisaris independen tidak memberikan jaminan kinerja keuangan yang baik dan pelaporan laporan keuangan yang transparan terlepas dari kegiatan monitoring yang dilaksanakan komisaris independen. Pengaruh arah negatif ini juga dijelaskan oleh Karina & Khoirunnisa (2021) dimana pengawasan yang dilakukan komisaris independen seringkali kurang maksimal dan seiring waktu berkompromi dengan keputusan manajemen.

Pengaruh Kualitas Audit terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis menunjukkan bahwa kualitas audit tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut berarti, KAP yang jasa auditnya digunakan perusahaan tidak akan memicu peningkatan ataupun penurunan nilai perusahaan. Menggunakan jasa audit KAP Big 4 memungkinkan pemberian anggapan bagi pemegang saham bahwa laporan keuangan yang diterbitkan perusahaan terpercaya dan telah memperoleh opini wajar dari auditor. Hasil ini didapat dari Tabel 8 dimana nilai signifikansi kualitas audit sebesar 0,9947 yang lebih besar dari 0.05 menjadikan H_0 diterima. Pada kasus SMBR, perusahaan konstan tidak menggunakan KAP Big 4, namun nilai perusahaan meningkat pada 2016 dan 2017 lalu menurun sampai tahun 2019.

Rata-rata rasio Kualitas Audit (KA) perusahaan BUMN sektor infrastruktur selama periode pengamatan tahun 2015-2019 adalah sebesar 0,371429 atau 0,371. Angka tersebut terhitung kecil dimana kurang dari setengah sampel penelitian. Terhitung hanya 13 dari 35 sampel penelitian yang menggunakan jasa audit dari KAP Big 4. Hal ini menjelaskan bahwa bagi pemegang saham, jasa auditor yang digunakan perusahaan tidak terlalu diperhatikan dalam keputusan investasi mereka. Walaupun tidak dijelaskan alasan tidak menggunakan jasa KAP Big 4, beberapa perusahaan sempat mengganti auditornya menjadi salah satu dari KAP Big 4 selama 1 periode kemudian menggantinya lagi. Terdapat pula perusahaan yang mempertimbangkan untuk mengganti auditor ke salah satu KAP Big 4 namun harus dibatalkan karena ketidaksepakatan antara pihak KAP dan perusahaan.

Penelitian dari (M & Sasidharan, 2020) menyatakan bahwa reliabilitas laporan keuangan tidak dapat dicapai hanya dengan bermitra dengan KAP Big 4 dikarenakan perlakuannya berbeda pada tiap sektor atau tiap negara dengan aturan yang berbeda.

KESIMPULAN

Penelitian ini menekankan pada perkembangan nilai perusahaan BUMN sektor infrastruktur ditinjau dari profitabilitas, kebijakan dividen, kepemilikan institusional, komposisi komisaris independen dan kualitas auditnya. Berangkat dari hasil analisis regresi data panel dan uji hipotesis, dapat diperoleh suatu simpulan bahwa Profitabilitas dan Kepemilikan Institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian juga mengemukakan bahwa Komposisi Komisaris Independen berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan, kebijakan Dividen dan Kualitas Audit tidak berpengaruh terhadap Nilai perusahaan.

Profitabilitas dibuktikan berpengaruh positif yang berarti peningkatan laba yang dicapai perusahaan menimbulkan sinyal positif dan memicu peningkatan harga saham, kebijakan dividen dibuktikan tidak berpengaruh sesuai dengan teori MM karena pembagian dividen yang tinggi

memang akan menyejahterakan pemegang saham tetapi kurang menguntungkan perusahaan, kepemilikan institusional berpengaruh positif yang berarti transparansi pada laporan keuangan dan kegiatan yang dilakukan perusahaan akan mengurangi tindak kecurangan seperti korupsi yang akan menurunkan nilai perusahaan, komposisi komisaris independen berpengaruh negatif karena komisaris independen tidak memberikan jaminan kinerja keuangan yang baik dan pelaporan laporan keuangan yang transparan terlepas dari kegiatan monitoring yang dilaksanakan dan kualitas audit tidak berpengaruh karena reliabilitas laporan keuangan tidak dapat dicapai hanya dengan bermitra dengan KAP Big 4.

Berdasarkan hasil pengujian, pembahasan dan kesimpulan di atas, diharapkan untuk penelitian selanjutnya menggunakan variabel independen yang diduga berpengaruh terhadap nilai perusahaan selain yang digunakan pada penelitian ini seperti likuiditas, CSR, ukuran perusahaan dan koneksi politik. Bagi perusahaan diharapkan dapat senantiasa mengevaluasi kinerja perusahaan dan memerhatikan faktor yang dapat memengaruhi nilai perusahaan dalam persepsi investor. Bagi investor diharapkan dapat memahami kinerja BUMN sektor infrastruktur dan faktor apa yang perlu diperhatikan berkaitan dengan nilai perusahaan agar investor mendapat *return* yang maksimal.

DAFTAR PUSTAKA

- Bandiyono, A. (2019). The Effect of Good Corporate Governance and Political Connection on Value Firm. *Jurnal Akuntansi*, 23(3), 333–348. <https://doi.org/10.24912/JA.V23I3.599>.
- Bhat, K. U., Chen, Y., Jebran, K., & Bhutto, N. A. (2018). Corporate governance and firm value: a comparative analysis of state and non-state owned companies in the context of Pakistan. *Corporate Governance (Bingley)*, 18(6), 1196–1206. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2017-0208/FULL/XML>.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2011). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Buku 1 -11/E* (11th ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Darmawan. (2018). *Memahami Kebijakan Dividen Teori dan Praktiknya di Indonesia*. Yogyakarta: FEBI UIN Sunan Kalijaga.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *Source: The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99–105.
- Gumanti, T. A. (2013). *Kebijakan dividen: Teori, empiris, dan implikasi*. UPP STIM YKPN.
- Hery. (2016). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Grasindo.
- Jihadi, M., Vilantika, E., Hashemi, S. M., Arifin, Z., Bachtiar, Y., & Sholichah, F. (2021). The Effect of Liquidity, Leverage, and Profitability on Firm Value: Empirical Evidence from Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 423–431. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2021.VOL8.NO3.0423>.
- Juhandi, N., Fahlevi, M., Abdi, M. N., & Noviantoro, R. (2019). *Liquidity, Firm Size and Dividend Policy to the Value of the Firm (Study in Manufacturing Sector Companies Listed on Indonesia Stock Exchange)*. 313–317. <https://doi.org/10.2991/ICOI-19.2019.53>.
- Kasmir. (2019). *Analisis Laporan Keuangan (Edisi Revisi)*. Depok: Raja Grafindo Persada.
- Kusumaningtyas, T. K., & Andayani, A. (2015). PENGARUH GOOD CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP NILAI PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR PADA INDEKS SRI-KEHATI. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 4(7).
- M, T., & Sasidharan, A. (2020). Does board independence enhance firm value of state-owned enterprises? Evidence from India and China. *European Business Review*, 32(5), 785–800. <https://doi.org/10.1108/EBR-09-2019-0224/FULL/XML>.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411. <https://doi.org/10.1086/294442>.
- Munawar, A. (2019). The Effect of Leverage, Dividend Policy, Effectiveness, Efficiency, and Firm Size on Firm Value in Plantation Companies Listed on IDX. *Article in International Journal of Science and Research*. <https://doi.org/10.21275/ART20201693>.
- Musthafa. (2011). Manajemen Keuangan. In putri christian (Ed.), *edisi Kedua, Cetakan Pertama*

- (2nd ed.). Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Nachrowi, N. D., & Usman, H. (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Poluan, S. J., & Wicaksono, A. A. (2019). Pengaruh Pengungkapan Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan Pada Badan Usaha Milik Negara Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017. *JIM UPB (Jurnal Ilmiah Manajemen Universitas Putera Batam)*, 7(2), 228–237. <https://doi.org/10.33884/JIMUPB.V7I2.1238>
- Sartono, A. (2012). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi* (BPFE (ed.); 4th ed.).
- Sitanggang, J. P. (2013). *Manajemen Keuangan Perusahaan Lanjutan (Dilengkapi Soal Dan Penyelesaiannya)*. Bogor: Mitra Wacana Media.
- Stevani, O., & Pernamasari, R. (2019). STUDY OF FIRM VALUE BASED ON CHARACTERISTIC COMPANY: STATE OWNED ENTERPRISE LISTED IN Indonesian STOCK EXCHANGE. *EPRA International Journal of Multidisciplinary Research (IJMR) Peer Reviewed Journal*, 2455–3662.
- Sudarmanto et al. (2021). *Good Corporate Governance (GCG)*. Yayasan Kita Menulis.
- Suhadak, Kurniaty, Handayani, S. R., & Rahayu, S. M. (2019). Stock return and financial performance as moderation variable in influence of good corporate governance towards corporate value. *Asian Journal of Accounting Research*, 4(1), 18–34. <https://doi.org/10.1108/AJAR-07-2018-0021/FULL/PDF>.
- Sukmawardini, D., & Ardiansari, A. (2018). The Influence of Institutional Ownership, Profitability, Liquidity, Dividend Policy, Debt Policy on Firm Value. *Management Analysis Journal*, 7(2), 211–222. <https://doi.org/10.15294/MAJ.V7I2.24878>.
- Tunggal, S. (2013). *Internal Audit & Corporate Governance*. Jakarta: Harvarindo.
- Ulfa, R., & Asyik, N. F. (2018). PENGARUH KINERJA KEUANGAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN GOOD CORPORATE GOVERNANCE SEBAGAI VARIABEL MODERASI. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 7(10).
- Utomo, M. N. (2019). *Ramah Lingkungan dan Nilai Perusahaan*. Jakarta: Jakarta Media Publishing.
- Yudiartini, D. A. S., & Dharmadiaksa, I. B. (2016). SEKTOR PERBANKAN DI BURSA EFEK INDONESIA Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana , Bali , Indonesia Bank merupakan lembaga intermediasi yang berperan sebagai perantara Dewa Ayu Sri Yudiartini . Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Kinerja Keuangan ... *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 1183–1209.