



Department of Digital Business

**Journal of Artificial Intelligence and Digital Business (RIGGS)**

Homepage: <https://journal.ilmudata.co.id/index.php/RIGGS>

Vol. 4 No. 3 (2025) pp: 5948-5960

P-ISSN: 2963-9298, e-ISSN: 2963-914X

---

## Analisis Peran Moderasi *Good Corporate Governance* (GCG) pada Hubungan Profitabilitas dan Solvabilitas terhadap Nilai Perusahaan (Pada Perusahaan yang Terdaftar di IDXBUMN20 Tahun 2020-2024)

Nurafifah<sup>1</sup>, Masno Marjohan<sup>2</sup>, Sri Retnaning Sampurnaningsih<sup>3</sup>

<sup>1,2,3</sup>Universitas Pamulang, Jl. Raya Puspitek, Buaran, Tangerang Selatan 15310, Indonesia

<sup>1</sup>[nurafifah9@gmail.com](mailto:nurafifah9@gmail.com), <sup>2</sup>[dosen00124@unpam.ac.id](mailto:dosen00124@unpam.ac.id), <sup>3</sup>[dosen01366@unpam.ac.id](mailto:dosen01366@unpam.ac.id)

### Abstrak

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji dan menganalisis baik secara parsial dan simultan serta melihat peran moderasi *Good Corporate Governance* (GCG), pada hubungan Profitabilitas dan Solvabilitas terhadap Nilai Perusahaan (*Tobin's Q*) pada perusahaan yang terdaftar di IDXBUMN20 tahun 2020-2024. Metode penelitian ini adalah asosiatif kuantitatif dengan menggunakan model regresi data panel. Pengujian yang dilakukan dengan uji asumsi klasik, uji model, uji hipotesis, uji model regresi data panel. Penentuan sample menggunakan metode purposive sampling dan mendapatkan 11 perusahaan sebagai sampelnya. Alat analisis yang digunakan Eviews13. Hasil penelitian secara parsial adalah ROA dan DER memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan NPM tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Uji secara simultan pada ROA, NPM, dan DER berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Hasil analisis MRA adalah GCG tidak memoderasi hubungan ROA, NPM dan DER terhadap Nilai Perusahaan (*Tobin's Q*).

**Kata Kunci :** *Return on Asset (ROA)*, *Net Profit Margin (NPM)*, *Debt to Equity Ratio (DER)* Nilai Perusahaan (*Tobin's Q*), *Corporate Governance Perception Index (CGPI)*.

### 1. Latar Belakang

Badan Usaha Milik Negara (BUMN) merupakan pilar penting perekonomian Indonesia. Perannya tidak hanya berfokus pada pencapaian keuntungan, tetapi juga menyediakan layanan publik dan menjalankan tanggung jawab sosial demi kesejahteraan masyarakat. Dengan cakupan usaha yang luas di sektor strategis, BUMN berfungsi sebagai *agent of development* sekaligus motor penggerak stabilitas ekonomi nasional. Pada periode 2020–2024, BUMN menghadapi tantangan besar akibat pandemi COVID-19 yang menekan pendapatan, mengganggu rantai pasok, dan melemahkan daya beli masyarakat. Perusahaan yang tergabung dalam indeks IDXBUMN20 turut merasakan dampak tersebut, ditambah persoalan internal seperti lemahnya tata kelola, isu korupsi, dan rendahnya akuntabilitas. Kondisi ini menegaskan pentingnya perbaikan kinerja dan penguatan tata kelola agar BUMN mampu bertahan dan bersaing. Nilai perusahaan menjadi indikator utama untuk menilai kinerja sekaligus prospek BUMN. Nilai ini tidak hanya dipengaruhi oleh kinerja keuangan melalui rasio ROA, NPM, dan DER, tetapi juga oleh penerapan *Good Corporate Governance* (GCG). Semakin tinggi nilai perusahaan, semakin besar kepercayaan investor terhadap keberlanjutan usaha. Dengan demikian, kombinasi antara kinerja keuangan yang solid dan tata kelola yang baik menjadi kunci dalam meningkatkan nilai perusahaan serta memperkokoh peran BUMN dalam perekonomian nasional.

Nilai perusahaan yang diukur dengan *Tobin's Q* dipengaruhi oleh indikator keuangan utama, yaitu *Return on Assets* (ROA), *Net Profit Margin* (NPM), dan *Debt to Equity Ratio* (DER). ROA mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset, NPM menggambarkan efisiensi dalam mengubah pendapatan menjadi laba bersih, sedangkan DER menunjukkan proporsi pendanaan utang terhadap modal sendiri. Ketiganya merefleksikan profitabilitas, efisiensi operasional, dan manajemen risiko keuangan. Namun, pengaruh indikator-indikator ini dapat dipengaruhi oleh kualitas penerapan *Good Corporate Governance* (GCG). Penerapan GCG yang baik memberikan sinyal positif bagi pasar melalui transparansi dan akuntabilitas, sehingga perusahaan cenderung memiliki *Tobin's Q* yang lebih tinggi dan stabil. Hal ini sejalan dengan temuan Sholihah et al. (2024)

---

Analisis Peran Moderasi *Good Corporate Governance* (GCG) pada Hubungan Profitabilitas dan Solvabilitas terhadap Nilai Perusahaan (Pada Perusahaan yang Terdaftar di IDXBUMN20 Tahun 2020-2024)

serta Mawati et al. (2017) yang menegaskan bahwa GCG mampu memperkuat pengaruh positif ROA terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, profitabilitas perlu diimbangi tata kelola yang sehat agar dapat menciptakan nilai berkelanjutan. NPM, peningkatan margin laba bersih menunjukkan efisiensi yang dapat mendorong peningkatan nilai perusahaan (Simanjuntak & Desrini, 2020; Alvian & Munandar, 2022). Meski demikian, hasil berbeda juga ditemukan, seperti ditunjukkan Nurbaiti & Sunartiyo (2021), bahwa NPM dapat berdampak negatif akibat faktor eksternal. Perspektif teori sinyal menjelaskan bahwa laba tinggi menjadi sinyal positif, sedangkan penurunan laba merupakan sinyal negatif bagi investor (Halik, 2018; Nengsih, 2020). Sementara itu, DER yang terlalu tinggi dapat menekan profitabilitas karena tingginya beban bunga, meskipun jika dikelola secara tepat, utang juga dapat meningkatkan nilai perusahaan (Wibowo & Ulum, 2022; Salsa & Nugraha, 2022).

Menurut Stone dan Handoko (2015), manajemen merupakan proses perencanaan, pengorganisasian, pengarahan, dan pengawasan terhadap aktivitas anggota organisasi serta pemanfaatan sumber daya lainnya guna mencapai tujuan yang telah ditetapkan. Dalam praktiknya, manajemen berperan sebagai penghubung antara visi organisasi dan tindakan nyata, sehingga seluruh aktivitas dapat berjalan secara sistematis dan terarah.

Menurut Irham Fahmi (2020), manajemen keuangan adalah perpaduan antara ilmu dan seni yang mempelajari bagaimana seorang manajer keuangan memanfaatkan seluruh sumber daya perusahaan untuk memperoleh, mengelola, dan mendistribusikan dana. Tujuannya adalah meningkatkan profitabilitas serta memberikan kemakmuran bagi pemegang saham, sekaligus menjamin keberlanjutan usaha perusahaan.

Menurut Fadillah dan Mukarromah (2021), sinyal yang dikirimkan perusahaan, seperti peningkatan dividen atau rencana ekspansi, dapat dipersepsikan investor sebagai tanda kesehatan perusahaan dan prospek cerah di masa depan. Sejalan dengan itu, Wulandari dan Yulianto (2021) dalam Tsaniatuzaima & Maryanti (2022) menegaskan bahwa keputusan manajemen dalam menyampaikan sinyal keuangan berpengaruh signifikan terhadap respons pasar, khususnya harga saham dan tingkat pengembalian investasi. Investor umumnya bereaksi positif terhadap sinyal yang mencerminkan prospek laba dan pertumbuhan, sedangkan sinyal yang tidak konsisten justru menimbulkan ketidakpastian dan mengurangi kepercayaan.

*Agency Theory* menjelaskan hubungan kontraktual antara pemilik modal (*principal*) dan manajer (*agent*) dalam pengelolaan perusahaan. Perbedaan kepentingan dan asimetri informasi sering memicu *agency conflict* yang dapat merugikan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Oleh karena itu, mekanisme *corporate governance* diperlukan untuk mengawasi perilaku manajemen dan memastikan tindakan mereka tetap sejalan dengan kepentingan *principal* (Fama & Jensen, 1983; Wardana & Gunarsih, 2022).

*Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang dikembangkan Ross (1976) menjelaskan bahwa return suatu aset dipengaruhi oleh berbagai faktor risiko sistematis, baik eksternal seperti kondisi makroekonomi, inflasi, dan suku bunga, maupun internal seperti profitabilitas dan leverage (Roll & Ross, 1980). Dibandingkan CAPM yang berbasis satu faktor, APT dinilai lebih komprehensif dan akurat dalam memprediksi return, khususnya pada perusahaan dengan kompleksitas risiko tinggi (Sahdiah & Komara, 2022; Wahyuni & Gunarsih, 2020). Teori ini tidak hanya bermanfaat bagi investor dalam perencanaan portofolio, tetapi juga bagi perusahaan dan regulator untuk memahami keterkaitan risiko dengan nilai pasar, termasuk bagaimana tata kelola yang baik berperan dalam menjaga keberlanjutan nilai perusahaan (Fikri et al., 2025; Brusov & Filatova, 2025).

Penelitian ini menghadirkan kebaruan dengan menguji pengaruh ROA, NPM, dan DER terhadap nilai perusahaan dengan memasukkan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) sebagai variabel moderasi. Fokus kajian diarahkan pada perusahaan BUMN dalam indeks IDXBUMN20, yang selama ini relatif jarang diteliti. Berbeda dengan penelitian sebelumnya yang umumnya hanya menguji satu atau dua variabel keuangan secara parsial, studi ini mengintegrasikan tiga rasio keuangan utama dalam satu model analisis yang komprehensif dengan peran CGPI sebagai faktor moderasi. Secara teoretis, penelitian ini memperluas literatur mengenai hubungan antara kinerja keuangan dan nilai perusahaan dalam konteks sektor publik. Secara praktis, temuan ini diharapkan menjadi rujukan strategis bagi manajemen BUMN, regulator, dan investor dalam menyusun kebijakan peningkatan kinerja keuangan serta penguatan tata kelola yang berkelanjutan.

Kebaruan penelitian ini terletak pada beberapa aspek penting. Pertama, penelitian ini menguji secara simultan tiga indikator keuangan utama, yaitu ROA, NPM, dan DER terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*), sehingga mengisi celah penelitian sebelumnya yang umumnya bersifat parsial. Kedua, penelitian ini mengintegrasikan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) sebagai variabel moderasi untuk melihat sejauh mana penerapan tata kelola mampu memperkuat atau justru melemahkan pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. Ketiga, fokus penelitian diarahkan pada perusahaan BUMN yang tergabung dalam indeks IDX BUMN20, yang relatif jarang diteliti meskipun memiliki karakteristik tata kelola dan risiko yang khas. Keempat, penelitian ini menggabungkan

temuan empiris terdahulu mengenai ROA, NPM, dan DER dalam konteks tata kelola, sehingga menghasilkan model analisis yang lebih relevan dan komprehensif.

Dari sisi teoretis, penelitian ini memberikan kontribusi pada pengembangan literatur mengenai hubungan kinerja keuangan, praktik tata kelola, dan nilai perusahaan, khususnya pada konteks BUMN. Dari sisi praktis, hasil penelitian dapat menjadi acuan strategis bagi manajemen, pembuat kebijakan, dan investor dalam merumuskan strategi peningkatan kinerja keuangan sekaligus memperkuat tata kelola melalui pengelolaan profitabilitas, struktur modal, efisiensi operasional, serta penerapan prinsip transparansi dan akuntabilitas secara konsisten. Dengan demikian, perusahaan diharapkan tidak hanya mampu mempertahankan daya saing, tetapi juga menciptakan nilai yang optimal dan berkelanjutan bagi pemegang saham maupun pemangku kepentingan lainnya.

Adapun uraian dari latar belakang yang telah diuraikan di atas, maka rumusan masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah Pertama, perlu diketahui apakah *Return on Asset* (ROA) berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang diprosikan dengan *Tobin's Q*. Kedua, apakah *Net Profit Margin* (NPM) memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Ketiga, apakah *Debt to Equity Ratio* (DER) memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya, penelitian ini juga mempertanyakan apakah ROA, NPM, dan DER secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Selain itu, dalam penelitian ini menyoroti peran *Good Corporate Governance* (GCG) sebagai variabel moderasi. Yang di pertanyakan adalah, apakah GCG mampu memperkuat atau memperlemah hubungan antara ROA dengan nilai perusahaan yang diprosikan dengan *Tobin's Q*, apakah GCG berperan dalam memoderasi hubungan antara NPM dengan nilai perusahaan, serta apakah GCG dapat memoderasi hubungan antara DER dengan nilai perusahaan.

## 2. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode asosiatif dengan pendekatan kuantitatif untuk menjelaskan hubungan kausal dan menguji pengaruh antarvariabel melalui hipotesis yang telah dirumuskan. Menurut Sugiyono (2019), penelitian asosiatif mampu menggambarkan keterkaitan antarvariabel dalam suatu fenomena. Pendekatan kuantitatif dipilih karena data yang dianalisis berbentuk angka dan diolah dengan teknik statistik, sehingga hasil penelitian lebih objektif, sistematis, dan terukur. Sejalan dengan pandangan Sugiyono (2018) dalam Latief & Fauziah (2023), metode kuantitatif berlandaskan positivisme, peneliti populasi atau sampel tertentu dengan instrumen penelitian, serta menggunakan analisis statistik untuk menguji hipotesis. Menurut Sugiyono (2018) dalam Latief & Fauziah (2023), sampel merupakan sebagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi.

### 2.1 Populasi dan Sampel

Dalam penelitian ini digunakan teknik *purposive sampling*, yaitu metode pemilihan sampel non-acak berdasarkan kriteria tertentu yang relevan dengan tujuan penelitian. Sugiyono (2019) dalam Imanullah & Syaichu (2023) menegaskan bahwa *purposive sampling* dilakukan dengan pertimbangan khusus untuk menentukan unit sampel yang sesuai. Hal ini sejalan dengan Paramita et al. (2021) dalam Tricahyani & Budiantara (2024) yang menyatakan bahwa *purposive sampling* memungkinkan peneliti memilih unit analisis yang paling mewakili karakteristik populasi secara spesifik. Oleh karena itu, penelitian ini mengambil sampel pada perusahaan yang terdaftar dalam IDX BUMN20 periode 2020-2024.

Tabel 1. Sampel Penelitian

| No   | Keterangan                                    | Jumlah |
|--|---|--------|
| 1  | Perusahaan Yang Terdaftar Pada IDXBUMN20      | 20     |
| 2  | Perusahaan Yang Tidak Menyajikan Laporan CGPI | (9)    |
| Total Sample Penelitian                          |   | 11     |
| Tahun penelitian 2020 - 2024                     |   | 5      |
| Total data observasi Pada Tahun 2020-2024 (11x5) |   | 55     |

Sumber : Data Diolah

Berdasarkan pertimbangan dari jumlah populasi sebanyak 20 perusahaan yang terdaftar di IDXBUMN20, maka berikut perusahaan yang menjadi sample dalam penelitian ini.

Tabel 2. Perusahaan IDX BUMN20 yang Digunakan Dalam Sampel

| No | Nama Perusahaan                                   | Kode |
|----|---|------|
| 1  | Bank Mandiri TBK                                  | BMRI |
| 2  | Bank Negara Indonesia TBK                         | BBNI |
| 3  | Bank Syariah Indonesia TBK                        | BRIS |
| 4  | Bank Tabungan Negara TBK                          | BBTN |
| 5  | Bank pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten TBK | BJBR |
| 6  | Bank Rakyat Indonesia TBK                         | BBRI |
| 7  | Aneka Tambang TBK                                 | ANTM |
| 8  | Bukit Asam TBK                                    | PTBA |
| 9  | Jasa Marga Persero TBK                            | JSMR |
| 10 | Pembangunan Perumahan TBK                         | PTPP |
| 11 | Elnusa TBK  | ELSA |

Sumber : Data Di Olah

Tabel 3. Operasi Variabel Penelitian

| Variabel   | Konsep Variabel  | skala |
|--|--|-------|
| <p>Nilia Perusahaan<br/>(<i>Tobin's Q</i>) (Y)</p> <p><i>Tobin's Q</i> merupakan konsep yang dapat menunjukkan estimasi pasar dan informasi yang dihasilkan lebih rasional dengan memasukan seluruh aset perusahaan.<br/>(Kristanti &amp; Priyadi, 2016).</p>  | $Q = \frac{MVE + DEBT}{TA}$ <p>Sumber : Rizka Indri Arfianti,dkk, (2023)</p>   | Rasio |
| <p><i>Return On Asset</i> (ROA) (X1)</p> <p><i>Return on Assets</i> menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menggunakan semua asetnya untuk menghasilkan laba setelah pajak<br/>Nurlia &amp; Juwari (2020) dalam Latif, A., Jasman, J., &amp; Asriany, A. (2023)</p>  | $ROA = \frac{Earning\ After\ Tax}{Total\ Assets}$ <p>Sumber: Imron, Syaiful et al., (2018) dalam Latif, A., Jasman, J., &amp; Asriany, A., (2023).</p> | Rasio |
| <p><i>Net Profit Margin</i> (NPM) (X2)</p> <p>Rasio yang mengukur seberapa besar laba bersih yang diperoleh perusahaan dari total penjualan. NPM menggambarkan efisiensi perusahaan dalam mengelola biaya dan menghasilkan keuntungan merupakan rasio profitabilitas yang mengukur besarnya laba bersih perusahaan dibandingkan dengan penjualannya.</p> <p>Sumber: Brigham dan Houston, (2020) dalam Imanullah, W. R., &amp; Syaichu, M., (2023).</p> | $NPM = \frac{Laba\ bersih}{Penjualan}$ <p>Sumber: Brigham dan Houston, (2020) dalam Imanullah, W. R., &amp; Syaichu, M., (2023)</p>                    | Rasio |

|   |   |              |
|---|---|--------------|
| <p><i>Debt To Equity Ratio (DER) (X3)</i></p> <p>Menurut pengukuran untuk mengetahui berapa besar ekuitas perusahaan dibiayai oleh utang dapat diartikan dengan besarnya beban utang yang ditanggung oleh perusahaan dibandingkan dengan aktivasnya</p> <p>Sumber: Maulita &amp; Tania, (2018) dalam Anggraini &amp; Yudiantoro, (2023)</p> | $DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$ <p>Sumber: Maulita &amp; Tania, (2018) dalam Anggraini &amp; Yudiantoro, (2023)</p>  | <p>Rasio</p> |
| <p><i>Good Corporate Governance (GCG) (Z)</i></p> <p>Merupakan serangkaian proses terstruktur yang digunakan manajemen perusahaan untuk mengelola perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan dan kelangsungan bisnis.</p> <p>Latief &amp; Fauziah, (2023)</p>   | <p><i>The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG)</i> Mengeluarkan skor GCG berdasarkan evaluasi menyeluruh terhadap perusahaan publik.</p> <p>Sumber : Priharto, A., Gani, N. A., Darto, D., Sulhendri, S., &amp; Uniyalisaawati, U., (2023).</p> | <p>Index</p> |

Sumber : Data Di Olah

## 2.2. Teknik Analisis Data

Analisis yang digunakan didalam penelitian ini adalah analisis regresi data panel yang merupakan suatu kombinasi antara data runtun waktu (*time series*) dan data antar ruang atau data silang (*cross section*) Pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan program aplikasi atau software Eviews 13.

Tahapan dari teknik pengolahan data atau analisis data yang akan dilakukan dalam penelitian ini Analisis Statistik Deskriptif, Teknik Pemilihan Model Regresi Data Panel (Uji Chow, Uji Hausman, Uji LM), Uji Asumsi Klasik (*Uji Normalitas, Uji Multikolinearitas, Uji Heteroskedastisitas, Uji Autokorelasi*), Uji Hipotesis (Uji F, Uji T, Uji R2), Model Regresi Data Panel (CEM, FEM, REM), Analisis Regresi Data Panel, dan Uji *Interaksi Moderated Regression Analysis (MRA)*

## 3. Hasil Penelitian

### 3.1 Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 4. Analisis Statistik Deskriptif

|              | <i>Tobin's Q</i> | ROA      | NPM       | DER      | GCG       |
|--------------|------------------|----------|-----------|----------|-----------|
| Mean         | 3.584909         | 4.058291 | 20.62269  | 471.2522 | 89.15611  |
| Median       | 2.960000         | 2.500000 | 13.51800  | 297.0260 | 92.26000  |
| Maximum      | 9.560000         | 27.71000 | 131.6790  | 1607.858 | 98.68000  |
| Minimum      | 0.760000         | 0.225000 | -0.304000 | 37.49500 | 1.601000  |
| Std. Dev.    | 2.409701         | 5.188603 | 26.38982  | 415.8906 | 17.55884  |
| Skewness     | 1.043834         | 2.818191 | 2.679808  | 1.070557 | -4.576333 |
| Kurtosis     | 3.064535         | 11.55531 | 10.24926  | 3.300148 | 23.12526  |
| Jarque-Bera  | 9.997455         | 240.5380 | 186.2602  | 10.71230 | 1120.161  |
| Probability  | 0.006747         | 0.000000 | 0.000000  | 0.004719 | 0.000000  |
| Sum          | 197.1700         | 223.2060 | 1134.248  | 25918.87 | 4903.586  |
| Sum Sq. Dev. | 313.5596         | 1453.767 | 37606.82  | 9340109. | 16648.90  |
| Observations | 55               | 55       | 55        | 55       | 55        |

Sumber : Data Diolah Dengan Eviews 13

Berdasarkan Tabel tersebut dengan 55 sampel perusahaan IDX BUMN20 periode 2020–2024, diperoleh hasil deskriptif sebagai berikut.

1. Variabel Nilai Perusahaan (*Tobin's Q*) memiliki nilai minimum 0,76 pada PT Pembangunan Perumahan Tbk (PTPP) tahun 2024 dan maksimum 9,56 pada PT Aneka Tambang Tbk (ANTM) tahun 2023, dengan rata-rata 3,58 dan standar deviasi 2,41.
2. Variabel *Return on Assets* (ROA) menunjukkan nilai minimum 0,23 pada PTPP tahun 2023 dan maksimum 27,71 pada PT Bukit Asam Tbk (PTBA) tahun 2022, dengan rata-rata 4,06 serta standar deviasi 5,19.
3. Variabel *Net Profit Margin* (NPM) memiliki nilai terendah -0,30 pada PT Jasa Marga Tbk (JSMR) tahun 2020 dan tertinggi 131,68 pada PT Bank Rakyat Indonesia Tbk (BBRI) tahun 2023, dengan rata-rata 20,62 dan standar deviasi 26,39.
4. Variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) menunjukkan nilai minimum 37,50 pada ANTM tahun 2023 dan maksimum 1.607,86 pada PT Bank Tabungan Negara Tbk (BBTN) tahun 2020, dengan rata-rata 471,25 dan standar deviasi 415,89.
5. Variabel *Good Corporate Governance* (GCG) memiliki nilai minimum 1,60 pada PT Bank Syariah Indonesia Tbk (BRIS) tahun 2020 dan maksimum 98,68 pada PT Elnusa Tbk (ELSA) tahun 2024, dengan rata-rata 89,16 dan standar deviasi 17,56.

### 3.2 Teknik Pemilihan Model Regresi Data Panel

#### 3.2.1 Uji Chow

Tabel 5. Uji Chow

| Effects Test             | Statistic | d.f.    | Prob.  |
|--------------------------|-----------|---------|--------|
| Cross-section F          | 1.112311  | (10,40) | 0.3771 |
| Cross-section Chi-square | 13.494642 | 10      | 0.1973 |

Sumber : Data Diolah Dengan *Eviews 13*

Berdasarkan hasil olah data pada tabel di atas, uji Chow menunjukkan nilai probabilitas *Cross-section Chi-Square* sebesar 0,1973, yang lebih besar dari  $\alpha = 0,05$ . Dengan demikian, model penelitian ini mengikuti *Common Effect Model* (CEM), karena baik nilai *Probability Cross-section F* maupun *Probability Cross-section Chi-Square* berada di atas tingkat signifikansi 5%.

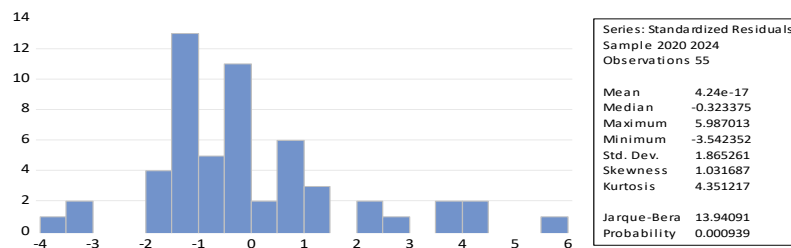
Tabel 6. Kesimpulan Pengujian Model Regresi Data Panel

| No | Metode                              | Pengujian                            | Hasil                                 |
|----|-------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------|
| 1  | Uji Chow                            | <i>Common Effect vs Fixed Effect</i> | 0,1973 > 0,05<br><i>Common Effect</i> |
| 2  | Uji Hausman                         | <i>Fixed Effect vs Random Effect</i> | 0,2083 > 0,05<br><i>Random Effect</i> |
| 3  | Uji <i>Lagrange Multiplier</i> (LM) | <i>Fixed Effect vs Random Effect</i> | 0,8273 > 0,05<br><i>Common Effect</i> |

Sumber : Data Diolah

### 3.3 Uji Asumsi Klasik

#### 3.3.1 Uji Normalitas



Gambar 1. Uji Normalitas

Dari hasil tersebut menunjukkan nilai probabilitas dari Uji *Jarque-Bera* sebesar 13.94091. Nilai probabilitas ini lebih besar dari 0,05 yang berarti asumsi normalitas terpenuhi karena data berdistribusi secara normal.

### 3.3.2 Uji Multikolinearitas

Tabel 7. Uji Multikolinearitas

| Variable | Coefficient Variance | Uncentered VIF | Centered VIF |
|----------|----------------------|----------------|--------------|
| C        | 2.255912             | 33.02036       | NA           |
| ROA      | 0.003288             | 2.064659       | 1.272051     |
| NPM      | 0.000102             | 1.660073       | 1.023476     |
| DER      | 5.19E-07             | 2.978252       | 1.290556     |
| GCG      | 0.000233             | 28.15933       | 1.033026     |

Sumber : Data Diolah Dengan Eviews 13

Berdasarkan hasil tersebut didapatkan bahwa nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) pada setiap variabel independen adalah  $< 0,10$  maka artinya tidak terjadi *Multikolinearitas*. Sehingga variabel yang digunakan dalam penelitian ini tidak mengalami gejala *multikolinearitas*.

### 3.3.3 Uji Heteroskedastisitas

Tabel 8. Uji Heteroskedastisitas Breusch-Pagan-Godfrey

| Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey |          |                     |        |
|--|----------|---------------------|--------|
| Null hypothesis: Homoskedasticity              |          |                     |        |
| F-statistic                                    | 0.946707 | Prob. F(4,50)       | 0.4449 |
| Obs*R-squared                                  | 3.872241 | Prob. Chi-Square(4) | 0.4236 |
| Scaled explained SS                            | 5.362281 | Prob. Chi-Square(4) | 0.2521 |

Sumber : Data Diolah Dengan Eviews 13

Dari hasil Uji *Heteroskedastisitas* pada tabel terlihat nilai probability didapat dengan angka  $0.4236 > 0,05$  sehingga hal ini tidak terjadi *heteroskedastisitas*.

### 3.3.4 Uji Autokorelasi

Tabel 9. Uji Autokorelasi

|                    |           |                       |          |
|--------------------|-----------|-----------------------|----------|
| R-squared          | 0.400826  | Mean dependent var    | 3.584909 |
| Adjusted R-squared | 0.352892  | S.D. dependent var    | 2.409701 |
| S.E. of regression | 1.938436  | Akaike info criterion | 4.248148 |
| Sum squared resid  | 187.8767  | Schwarz criterion     | 4.430633 |
| Log likelihood     | -111.8241 | Hannan-Quinn criter.  | 4.318716 |
| F-statistic        | 8.362055  | Durbin-Watson stat    | 1.474406 |
| Prob(F-statistic)  | 0.000030  |                       |          |

Sumber : Data Diolah Dengan Eviews 13

Uji *Durbin-Watson* digunakan untuk mendeteksi *autokorelasi* dengan rentang nilai 0–4. Data dinyatakan mengalami *autokorelasi* jika nilai  $< 1$  atau  $> 3$ , sedangkan nilai antara 1–3 menunjukkan tidak ada *autokorelasi*. Pada tabel tersebut diperoleh nilai *Durbin-Watson* sebesar 1,474406, sehingga dapat disimpulkan bahwa data dalam penelitian ini bebas dari gejala *autokorelasi*.

### 3.4 Uji Hipotesis

#### 3.4.1 Uji R<sup>2</sup>, Uji F dan Uji T

##### a. Uji R<sup>2</sup>

Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R-squared*) diperoleh sebesar 0,3529. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen mampu menjelaskan variasi nilai perusahaan (*Tobin's Q*) sebesar 35%, sedangkan sisanya 65% dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian ini.

##### b. Uji F (Simultan)

Nilai Prob (*F-statistic*) diketahui  $0.000030 < 0,05$  maka  $H_0$  diterima yang artinya secara bersama-sama atau simultan berpengaruh terhadap variabel dependen (Y), dengan hasil yang di dapat  $0.000030 < 0,05$ .

Tabel 10. Uji Hipotesis

| Variable           | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.    |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| C                  | 1.343337    | 1.501969              | 0.894384    | 0.3754   |
| ROA                | 0.325994    | 0.057340              | 5.685298    | 0.0000   |
| NPM                | 0.000917    | 0.010112              | 0.090654    | 0.9281   |
| DER                | 0.002317    | 0.000721              | 3.216244    | 0.0023   |
| GCG                | -0.002158   | 0.015269              | -0.141348   | 0.8882   |
| R-squared          | 0.400826    | Mean dependent var    |             | 3.584909 |
| Adjusted R-squared | 0.352892    | S.D. dependent var    |             | 2.409701 |
| S.E. of regression | 1.938436    | Akaike info criterion |             | 4.248148 |
| Sum squared resid  | 187.8767    | Schwarz criterion     |             | 4.430633 |
| Log likelihood     | -111.8241   | Hannan-Quinn criter.  |             | 4.318716 |
| F-statistic        | 8.362055    | Durbin-Watson stat    |             | 1.474406 |
| Prob(F-statistic)  | 0.000030    |                       |             |          |

Sumber : Data Diolah Dengan Eviews 13

##### c. Uji T (Parsial)

Hasil uji parsial menunjukkan bahwa

1. Variabel *Return on Assets* (ROA) memiliki nilai probabilitas  $0,0000 < 0,05$ , yang berarti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*).
2. Variabel *Net Profit Margin* (NPM) memiliki nilai probabilitas  $0,9281 > 0,05$ , sehingga tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*).
3. Variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) memperoleh nilai probabilitas  $0,0023 < 0,05$ , yang berarti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*).

### 3.5 Analisis Regresi Data Panel

Tabel 11. Uji Hipotesis

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C        | 1.343337    | 1.501969   | 0.894384    | 0.3754 |
| ROA      | 0.325994    | 0.057340   | 5.685298    | 0.0000 |
| NPM      | 0.000917    | 0.010112   | 0.090654    | 0.9281 |
| DER      | 0.002317    | 0.000721   | 3.216244    | 0.0023 |
| GCG      | -0.002158   | 0.015269   | -0.141348   | 0.8882 |

Sumber : Data Diolah Dengan Eviews 13

$$Y = 1.3433 + 0.3259*ROA + 0.0009*NPM + 0.00231*DER$$

1. Koefisien *Return On Asset* (ROA) (X1) sebesar 0.325994 berarti bahwa setiap terjadi perubahan *Return On Asset* sebesar 1 satuan akan mempengaruhi peningkatan nilai perusahaan sebesar 0,326.
2. Koefisien *Net Profit Margin* (NPM) (X2) sebesar 0.000917 berarti bahwa setiap terjadi perubahan *Net Profit Margin* sebesar 1 satuan akan mempengaruhi peningkatan nilai perusahaan sebesar 0,0009.
3. Koefisien *Debt To Equity Ratio* (DER) (X3) sebesar 0.002317 berarti bahwa setiap terjadi perubahan *Debt To Equity Ratio* sebesar 1 satuan akan mempengaruhi peningkatan nilai perusahaan sebesar 0,0023.

### 3.6 Uji Interaksi *Moderated Regression Analysis* (MRA)

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh kinerja perusahaan dengan *Good Corporate Governance* (GCG) sebagai variabel pemoderasi, apakah mampu memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel bebas terhadap variabel terikat.

Tabel 12. Uji Interaksi *Moderated Regression Analysis* (MRA)

| Variable           | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.    |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| C                  | -2.997263   | 9.601460              | -0.312167   | 0.7563   |
| ROA*GCG            | 0.041421    | 0.021897              | 1.891630    | 0.0647   |
| NPM*GCG            | -0.009249   | 0.006408              | -1.443301   | 0.1556   |
| DER*GCG            | 3.29E-05    | 4.65E-05              | 0.707130    | 0.4830   |
| R-squared          | 0.483189    | Mean dependent var    |             | 3.584909 |
| Adjusted R-squared | 0.406217    | S.D. dependent var    |             | 2.409701 |
| S.E. of regression | 1.856851    | Akaike info criterion |             | 4.209365 |
| Sum squared resid  | 162.0512    | Schwarz criterion     |             | 4.501341 |
| Log likelihood     | -107.7575   | Hannan-Quinn criter.  |             | 4.322274 |
| F-statistic        | 6.277467    | Durbin-Watson stat    |             | 1.513666 |
| Prob(F-statistic)  | 0.000032    |                       |             |          |

Sumber : Data Diolah Dengan *Eviews* 13

Berdasarkan hasil tabel tersebut maka dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Nilai *Good Corporate Governance* (GCG) dapat memperkuat hubungan antara *Return On Asset* (ROA) terhadap Nilai Perusahaan (*Tobin's Q*).  
 Hasil yang diperoleh dari pengujian *moderated* menunjukkan bahwa hasil dengan nilai probabilitas sebesar  $0.0647 > 0,05$ . Maka disimpulkan bahwa *Good Corporate Governance* (GCG) tidak dapat memoderasi dengan *Return On Asset* (ROA) (X1) terhadap Nilai Perusahaan *Tobin's Q* (Y).
2. Nilai *Good Corporate Governance* (GCG) dapat memperkuat hubungan antara *Net Profit Margin* (NPM) terhadap Nilai Perusahaan (*Tobin's Q*).  
 Hasil yang diperoleh dari pengujian *moderated* menunjukkan bahwa hasil dengan nilai probabilitas sebesar  $0.1556 > 0,05$ . Maka disimpulkan bahwa *Good Corporate Governance* (GCG) tidak dapat memoderasi dengan *Net Profit Margin* (NPM) (X2) terhadap Nilai Perusahaan (*Tobin's Q*)(Y).
3. Nilai *Good Corporate Governance* (GCG) dapat memperkuat hubungan antara *Debt To Equity Ratio* (DER) terhadap Nilai Perusahaan (*Tobin's Q*).

Hasil yang diperoleh dari pengujian *moderated* menunjukkan bahwa hasil dengan nilai probabilitas sebesar  $0.4830 > 0,05$ . Maka disimpulkan bahwa *Good Corporate Governance* (GCG) tidak dapat memoderasi dengan *Debt To Equity Ratio* (DER) (X3) terhadap Nilai Perusahaan (*Tobin's Q*) (Y).

### Pembahasan

1. Berdasarkan hasil uji parsial, diperoleh nilai probabilitas  $0,0000 < 0,05$  sehingga *Return on Assets* (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*). Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi ROA, semakin efisien perusahaan dalam mengelola aset untuk menghasilkan laba, sehingga meningkatkan kepercayaan investor dan nilai pasar perusahaan. Dalam kerangka *signaling theory*, ROA menjadi sinyal kredibel yang sulit ditiru perusahaan dengan kinerja rendah, sehingga mampu mengurangi asimetri informasi. Dari perspektif teori agensi, ROA tinggi juga mencerminkan keberhasilan manajemen dalam meminimalkan konflik kepentingan dan biaya agensi. Lebih jauh, melalui kerangka *Arbitrage Pricing*

*Theory*, ROA dipandang sebagai faktor fundamental yang memperkuat ketahanan perusahaan terhadap risiko eksternal serta menjaga prospek return yang stabil. Dengan demikian, ROA tidak hanya menjadi ukuran profitabilitas, tetapi juga indikator kualitas tata kelola dan reputasi perusahaan dalam menciptakan nilai berkelanjutan.

2. Berdasarkan uji parsial, diperoleh nilai probabilitas  $0,9281 > 0,05$  sehingga *Net Profit Margin* (NPM) tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*). Temuan ini sejalan dengan penelitian Kevin (2022), Saifurrohman et al. (2021), serta Tricahyani & Budiantara (2024) yang juga menyatakan bahwa NPM bukan penentu utama nilai perusahaan di pasar modal. Dari perspektif *signaling theory*, NPM sering dianggap kurang kredibel karena mudah dipengaruhi faktor non-operasional, sehingga investor lebih mengandalkan indikator yang lebih stabil seperti ROA. Dalam manajemen keuangan, Brigham & Houston (2020) menekankan bahwa profitabilitas tidak dapat diukur hanya dari satu rasio, melainkan harus dianalisis bersama indikator lain agar lebih komprehensif. Dari sisi teori agensi, lemahnya pengaruh NPM juga terkait potensi manipulasi laba bersih oleh manajer yang menimbulkan asimetri informasi, sehingga pasar menilai NPM kurang relevan dibanding indikator lain seperti ROA, DER, atau GCG. Selaras dengan *Arbitrage Pricing Theory* (APT), nilai perusahaan terbentuk dari kombinasi banyak faktor risiko, sehingga NPM bukanlah faktor dominan. Dengan demikian, hasil ini menegaskan pentingnya perusahaan berfokus pada efisiensi aset, struktur modal yang sehat, serta penerapan GCG untuk meningkatkan nilai dan menjaga kepercayaan investor secara berkelanjutan.
3. Berdasarkan uji parsial diperoleh nilai probabilitas  $0,0023 < 0,05$  sehingga *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*). Hasil ini sejalan dengan temuan Irawati et al. (2021), Tsaniatuzaima & Maryanti (2022), serta Bintara (2018) yang menegaskan bahwa penggunaan utang secara proporsional dapat meningkatkan kapasitas usaha dan efektivitas pengelolaan sumber daya, sehingga mendorong peningkatan nilai perusahaan. Dalam kerangka *signaling theory* (Connelly et al., 2025), DER menjadi sinyal penting bahwa manajemen percaya pendanaan berbasis utang mampu menghasilkan pengembalian lebih tinggi dari biaya modal, sehingga meningkatkan kepercayaan investor. Perspektif manajemen keuangan (Brigham & Houston, 2022) juga menegaskan bahwa DER yang optimal berfungsi sebagai leverage untuk mendukung pertumbuhan jangka panjang, sementara dalam teori agensi (Jensen & Meckling, 1976) utang berperan sebagai mekanisme disiplin yang menekan biaya agensi. Lebih jauh, melalui *Arbitrage Pricing Theory* (APT) (Ross, 1976; Roll & Ross, 1980), DER dipandang sebagai salah satu faktor fundamental yang memengaruhi persepsi pasar terhadap kemampuan perusahaan mengelola risiko dan memanfaatkan peluang. Dengan demikian, DER tidak hanya rasio teknis, tetapi instrumen strategis yang memperkuat sinyal, menjaga disiplin keuangan, dan mendukung penciptaan nilai berkelanjutan bagi perusahaan.
4. Berdasarkan uji simultan diperoleh nilai Prob(F-statistic) sebesar  $0,000030 < 0,05$  sehingga  $H_0$  diterima. Hal ini menunjukkan bahwa variabel kinerja keuangan secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*). Dengan kata lain, keberhasilan perusahaan dalam meningkatkan nilai tidak cukup ditopang oleh satu indikator saja, melainkan hasil dari keterpaduan antara profitabilitas, efisiensi operasional, dan struktur modal yang terkelola dengan baik. Temuan ini sejalan dengan *teori sinyal* (Connelly et al., 2025), teori agensi (Jensen & Meckling, 1976), serta *Arbitrage Pricing Theory* (Ross, 1976; Roll & Ross, 1980) yang menekankan pentingnya konsistensi kinerja dan sinergi antarindikator keuangan. Kombinasi indikator ROA, NPM, dan DER memberikan sinyal positif kepada pasar, mengurangi potensi konflik kepentingan, serta mencerminkan faktor fundamental yang bekerja simultan dalam membentuk nilai perusahaan. Dengan demikian, penelitian ini menegaskan bahwa integrasi kinerja keuangan menjadi dasar penting bagi terciptanya kepercayaan investor dan keberlanjutan nilai perusahaan.
5. Berdasarkan hasil uji *Moderated Regression Analysis* (MRA) diperoleh nilai probabilitas sebesar  $0,0647 > 0,05$ , sehingga disimpulkan bahwa *Good Corporate Governance* (GCG) tidak mampu memoderasi pengaruh *Return on Assets* (ROA) terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*). Artinya, meskipun profitabilitas tinggi, keberadaan CGPI belum cukup kuat memengaruhi persepsi investor terhadap kinerja perusahaan. Temuan ini sejalan dengan penelitian Saragih & Forever (2024), Ulfa & Asyik (2018), serta Krisnando (2019) yang juga menyatakan bahwa CGPI tidak efektif sebagai variabel moderasi dalam hubungan profitabilitas dengan nilai perusahaan. Dalam perspektif *signalling theory* (Connelly et al., 2025), GCG idealnya berfungsi sebagai sinyal positif yang memperkuat kredibilitas perusahaan di mata investor. Namun, ketika penerapannya hanya bersifat formalitas, sinyal tersebut tidak mampu meningkatkan kepercayaan pasar. Dari sudut pandang teori agensi (Jensen & Meckling, 1976), lemahnya implementasi GCG juga membuat fungsinya sebagai mekanisme pengawasan kurang efektif, sehingga asimetri informasi tetap tinggi. Selain itu, menurut *Arbitrage Pricing Theory* (Ross, 1976; Roll & Ross, 1980), investor lebih menaruh perhatian pada faktor risiko eksternal seperti suku bunga, inflasi, dan kondisi global, dibandingkan pada tata kelola internal yang belum optimal.
6. Hasil pengujian menunjukkan bahwa *Good Corporate Governance* (GCG) tidak mampu memoderasi pengaruh *Net Profit Margin* (NPM) terhadap nilai perusahaan, ditunjukkan oleh nilai probabilitas  $0,1556 > 0,05$ . Temuan

ini sejalan dengan penelitian sebelumnya (Wirianata, 2019; Ulfa & Asyik, 2018; Krisnando, 2019) yang menegaskan bahwa kepemilikan institusional belum efektif memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Hal ini bertentangan dengan *signalling theory* karena NPM yang fluktuatif dinilai kurang konsisten sebagai sinyal kinerja jangka panjang. Dari perspektif manajemen keuangan, NPM hanya mencerminkan margin keuntungan tanpa menggambarkan efisiensi aset atau potensi pertumbuhan (Brigham & Houston, 2022), sementara lemahnya keterlibatan investor institusional membuat fungsi tata kelola tidak optimal sesuai pandangan *agency theory*. Selaras dengan *Arbitrage Pricing Theory* (APT), pasar lebih merespons faktor risiko eksternal seperti inflasi, suku bunga, dan kondisi global, sehingga tata kelola yang lemah tidak mampu memperkuat peran NPM dalam meningkatkan nilai perusahaan.

7. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Good Corporate Governance* (GCG) tidak mampu memoderasi pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap nilai perusahaan, sebagaimana ditunjukkan oleh nilai probabilitas  $0,4830 > 0,05$ . Temuan ini menunjukkan bahwa struktur modal berbasis utang belum dipersepsikan pasar sebagai sinyal utama kinerja, sebagaimana dijelaskan dalam *Signalling Theory*. Dalam perspektif *Agency Theory*, absennya peran moderasi GCG menandakan bahwa mekanisme pengawasan belum berjalan optimal, sehingga leverage tidak mampu menciptakan nilai secara konsisten. Sementara itu, dalam kerangka *Arbitrage Pricing Theory* (APT), hasil ini logis karena investor lebih responsif terhadap faktor risiko sistematis seperti inflasi, suku bunga, dan kondisi ekonomi global dibandingkan keputusan pendanaan internal. Dengan demikian, peningkatan nilai perusahaan memerlukan kombinasi antara strategi leverage yang proporsional, tata kelola yang substansial, serta manajemen risiko yang kredibel agar dapat diterjemahkan pasar sebagai faktor positif bagi pertumbuhan jangka panjang.

Maka dalam penelitian ini menegaskan bahwa efektivitas GCG tidak terletak pada keberadaannya semata, tetapi pada kualitas implementasi yang nyata. Tanpa komitmen manajemen dalam mewujudkan prinsip transparansi, akuntabilitas, dan konsistensi, GCG hanya berhenti pada tataran simbolis dan gagal memberikan nilai tambah bagi perusahaan.

#### 4. Kesimpulan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Return on Assets* (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*). Hal ini terjadi karena semakin tinggi kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset yang dimiliki, semakin kuat sinyal yang diberikan kepada investor mengenai efisiensi operasional dan prospek pertumbuhan, sehingga mendorong peningkatan valuasi pasar. Sebaliknya, *Net Profit Margin* (NPM) tidak berpengaruh signifikan, sebab margin laba yang sangat dipengaruhi oleh biaya produksi maupun strategi harga dianggap tidak konsisten mencerminkan kinerja jangka panjang, akibatnya pasar kurang merespons indikator ini sebagai penentu nilai perusahaan. Sementara itu, *Debt to Equity Ratio* (DER) terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Pengaruh ini muncul karena penggunaan utang secara proporsional dapat memperluas kapasitas usaha dan meningkatkan pengembalian pemegang saham, sehingga pasar menafsirkan struktur modal yang sehat sebagai sinyal positif. Jika, ketika DER dikelola secara berlebihan, akibatnya risiko kebangkrutan meningkat, sehingga investor bisa saja menafsirkan hal tersebut secara negatif. Secara simultan, ROA, NPM, dan DER tetap berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, yang berarti bahwa kombinasi profitabilitas dan struktur modal bersama-sama menjadi faktor yang menentukan dalam persepsi investor. Akan tetapi, *Good Corporate Governance* (GCG) tidak terbukti memoderasi hubungan ROA, NPM, maupun DER terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat disebabkan karena implementasi GCG pada perusahaan sampel belum sepenuhnya efektif, sehingga tidak mampu memperkuat sinyal positif dari kinerja keuangan. Akibatnya, pasar lebih banyak menilai perusahaan berdasarkan faktor internal yang nyata seperti profitabilitas dan struktur modal, serta faktor eksternal yang lebih dominan seperti inflasi, suku bunga, dan kondisi makroekonomi global sebagaimana dijelaskan dalam *Arbitrage Pricing Theory* (APT).

#### Referensi

1. Ade Rivani, V., & Hwihanus. (2025). Analisis Pengaruh Fundamental Makro, Struktur Modal, Kinerja Manajemen, dan Kebijakan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan dengan Good Corporate Governance sebagai Variabel Moderasi. *Center of Economic Student Journal*, 8(1), 2621–8186. <https://doi.org/10.56750/csej.v8i1.1025>
2. Agustina, D., & Ardiansari, A. (2019). The Effect of Good Corporate Governance Towards Company Financial Performance. *Management Analysis Journal*, 8(2), 166–170.
3. Akuntansi, J., Dina, Q. A., Aristi, M. D., Rodiah, S., & Riau, U. M. (2020). *Jurnal Akuntansi & Ekonomika*. 10(1).
4. Anggraini, A., & Yudiantoro, D. (2008). Return on Equity (ROE). *Encyclopedia of Finance*, 4(2), 233–233. [https://doi.org/10.1007/0-387-26336-5\\_1737](https://doi.org/10.1007/0-387-26336-5_1737)
5. Aprianingrum, U. (2022). Analisis Faktor-Faktor Yang Menentukan Pertumbuhan Laba Dengan Corporate Governance Sebagai Variabel Pemoderasi. *Accounting and Finance Studies*, 2(1), 1–20. <https://doi.org/10.47153/afs21.2622022>

6. Brusov, P., & Filatova, T. (2025). The Arbitrage Pricing Theory (APT). In *Business Valuation and Company Value* (pp. 25-31). Springer, Cham. [https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-031-90847-7\\_3](https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-031-90847-7_3)
7. Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2020). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan* (14th ed.). Salemba Empat.
8. Connelly, B. L., Certo, S. T., Reutzel, C. R., DesJardine, M. R., & Zhou, Y. S. (2024). Signaling Theory: State of the Theory and Its Future. *Journal of Management*, 51(1), 24-61. <https://doi.org/10.1177/01492063241268459> (Original work published 2025)
9. Dewi, N. S., & Suwarno, A. E. (2022). Pengaruh Roa, Roe, Eps Dan Der Terhadap Harga Saham Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Lq45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2016-2020). *Seminar Nasional Pariwisata Dan Kewirausahaan (SNPK)*, 1, 472-482. <https://doi.org/10.36441/snpk.voll1.2022.77>
10. Fahmi, I. (2020). *Pengantar Manajemen Keuangan*. Bandung: CV. Alfabeta.
11. Fikri, M., Helmi, M., Carolina, D., & Sazili, A. (2025). Analisis keputusan investasi saham dengan pendekatan capital asset pricing model (capm) dan arbitrage pricing theory (apt)(studi kasus pada pt timah tbk periode 2019-2023). *Jurnal Ekonomi, Manajemen, Bisnis, Auditing dan Akuntansi*, 10(1), 73-90. <https://doi.org/10.54077/jembatan.v10i1.222>
12. Ghozali, Imam. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
13. Handoko. (2015). *Manajemen Sumber Daya Manusia, Cetakan Pertama*. Bandung: Pustaka Setia, Bandung.
14. Hastuti, D. B., & Budhijana, R. B. (2022). Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan, Leverage, CSR, Dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Dengan GCG Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Manufaktur Periode 2012-2017. *Jurnal Ekonomi, Manajemen Dan Perbankan (Journal of Economics, Management and Banking)*, 6(2), 90. <https://doi.org/10.35384/jemp.v6i2.252>
15. Hapsari, A. A., SE, M., & GRCE, C. (2025). *Manajemen Risiko Keuangan: Strategi Proteksi dan Pengambilan Keputusan*. Takaza Innovatix Labs.
16. Impact of Structural Capital and Company Size on the Growth of Firm Value through Financial Performance with Good Corporate Governance as a Moderating Variable: Property and Real Estate Business in Indonesia, *VIII International Journal of Economics and Business Administration* 332 (2020). <https://doi.org/10.35808/ijeba/591>
17. Imanullah, W. R., & Syaichu, M. (2023). Analisis Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Nilai. *Diponegoro Journal of Management*, 12(4), 1-14. <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/dbr>
18. Irawati, E., Diana, N., & Mawardi, M. C. (2021). Struktur Modal, Profitabilitas Dan Nilai Perusahaan : Efek Moderasi Good Corporate Governance Saat Masa Pandemi Covid-19. *E-Jra*, 10(13), 104-117. <https://tirto.id/fEPF>
19. Kesuma, U., & Hidayat, A. W. (2020). Pemikiran Thomas S. Kuhn Teori Revolusi Paradigma. *Islamadina: Jurnal Pemikiran Islam*, 166-187.
20. kurniawan, D., & Pardistya, irvan yoga. (2024). Pengaruh Return On Asset, Return On Equity Dan Net Profit Margin Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Subsektor Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode. *Jurnal Ilmiah Wahana Pendidikan*, 10(7), 333-346. <https://doi.org/10.5281/zenodo.11069676>
21. Latief, A., & Fauziah, F. (2023). Corporate Governance, Profitabilitas, Size, Growth, dan Nilai Perusahaan. *Owner*, 7(2), 1569-1583. <https://doi.org/10.33395/owner.v7i2.1391>
22. Latifah, L., & Murniningsih, R. (2017). Pengaruh Kinerja Keuangan dan Good Corporate Governance Sebagai Variabel Moderasi terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Indeks Kompas 100 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2016). *The 6th University Research Colloquium 2017 Universitas Muhammadiyah Magelang*, 263-268.
23. Lianita, N. (2024). *Pengaruh Rasio Profitabilitas terhadap Keputusan Investasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2019-2023 (Doctoral dissertation, IAIN Metro)*
24. Li, N., Wei, C., & Zhang, L. (2023). Risk factors in the Indonesian stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 82, 102175. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102175>
25. *Manajemen Keuangan, Tahta Media Group* 82 (2022). <https://repository.ung.ac.id/get/karyailmiah/9015/Book-Chapter-Manajemen-Kuangan.pdf>
26. Malayu S.P Hasibuan, (2017). *Manajemen Sumber Daya Manusia*. Jakarta: PT Bumi Aksara.
27. Mulyana, A., Susilawati, E., Putranto, A. H., Arfianty, A., Muangsal, M., Supyan, I. S., ... & Soegiarto, D. (2023). *Manajemen keuangan*. Penerbit Widina.
28. Mufarokhah, A., & Karpriana, A. P. (2025). Analisis Determinan Tax Avoidance: Good Corporate Governance, Capital Intensity, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan. *Permana: Jurnal Perpajakan, Manajemen, dan Akuntansi*, 17(3), 398-410. <https://doi.org/10.24905/permana.v17i3.931>
29. Pramana, P., & Eka, P. S. (2023). Pengaruh ROA, CR, dan DER terhadap PBV Pada Sektor Manufaktur Sub Sektor Makanan dan Minuman Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2020. *Manajemen Kreatif Jurnal*, 1(4), 189-202. <https://doi.org/10.55606/makreju.v1i4.2167>
30. Priharto, A., Gani, N. A., Darto, D., Sulhendri, S., & Uniyawati, U. (2023). Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Nilai Perusahaan Dengan Risiko Kredit Sebagai Pemoderasi. *Owner*, 7(2), 1331-1341. <https://doi.org/10.33395/owner.v7i2.1456>
31. Purba, Y. V., Sianturi, J. A. T. P., & Melianna, S. (2025). Pengaruh Likuiditas dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Good Corporate Governance Sebagai Variabel Mediasi Pada Perusahaan Sektor Basic Material. 4(2), 4728-4734.
32. R. Terry, George dan Leslie W. Rue. (2019) *Dasar-Dasar Manajemen*. Jakarta: Bumi Aksara.
33. Roll, R., & Ross, S. A. (1980). An empirical investigation of the arbitrage pricing theory. *The journal of finance*, 35(5), 1073-1103. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1980.tb02197.x>
34. Roll, R., & Ross, S. A. (1984). The arbitrage pricing theory approach to strategic portfolio planning. *Financial analysts journal*, 40(3), 14-26. <https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.2469/faj.v40.n3.14>
35. Sahdiah, F. H., & Komara, F. (2022). Penggunaan Arbitrage Pricing Theory untuk Menganalisis Return Saham pada Perusahaan Sub Sektor Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2015-2021. *Reviu Akuntansi, Manajemen, Dan Bisnis*, 2(1), 1-13. <https://doi.org/10.35912/rambis.v2i1.956>
36. Saragih, A. E., & Forever, F. (2024). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Dimoderasi Good Corporate Governance. *Jesya*, 7(1), 871-885. <https://doi.org/10.36778/jesya.v7i1.1501>
37. Sari, N. R., & Wahidawati. (2019). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan GCG Sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 7(6), 1-25. <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/635>
38. Sari, P. A., & Khuzaini, K. (2022). Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Keuangan Sebagai Variabel Intervening (Studi Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2020). *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen*, 11(8), 1-15.
39. Sekaran, U., & Bougie, R. (2020). *Research Methods For Business: A Skill - Building Approach* (7th ed.). John Wiley & Sons.

40. Septianty, Y. R., & Darsono, D. (2024). Pengaruh Tata Kelola Perusahaan, Kinerja Lingkungan, Kebijakan Dividen, dan Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan [Universitas Diponegoro]. <https://repofeb.undip.ac.id/15224/>
41. Sholihah, P., Achyani, F., & Triyono. (2024). The Influence Of Financial Performance, Earnings Management And Corporate Social Responsibility (Csr) On Firm Value With Good Corporate Governance (Gcg) As A Moderating Variable. *Jurnal Ekonomi Dan Perbankan*, 9(1), 86–101. <https://e-journal.stie-aub.ac.id/index.php/probank/article/view/1742/1064>
42. Sugiyono. (2019). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Alfabeta.
43. Sukmana, L. M., & Muchtar, S. (2024). Analisis Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Harga Saham Perbankan Komersial Pada Indeks Idx-Pefindo. *Solusi*, 22(2), 126–138. <https://doi.org/10.26623/slsi.v22i2.8992>
44. Tricahyani, & Budiantara, M. (2024). Pengaruh Debt To Equity Ratio (Der), Net Profit Margin (Npm) Dengan Good Corporate Governance Sebagai Variabel Moderasi Terhadap Nilai Perusahaan Sektor Infrastructures Terdaftar Di Bei Tahun 2020 – 2023. *EKUILNOMI: Jurnal Ekonomi Pembangunan*, 6(3), 580–593. <https://doi.org/DOI:https://doi.org/10.36985/83y6ms06>
45. Tsaniatuzaima, Q., & Maryanti, E. (2022). Pengaruh CR, ROA, DER terhadap Nilai Perusahaan dengan Good Corporate Governance sebagai Variabel Moderasi. *Owner*, 6(3), 2253–2265. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i3.880>
46. Wahyuny, T., & Gunarsih, T. (2020). Comparative analysis of accuracy between capital asset pricing model (CAPM) and arbitrage pricing theory (APT) in predicting stock return (case study: manufacturing companies listed on the Indonesia stock exchange for the 2015-2018 period). *Journal of Applied Economics in Developing Countries*, 5(1), 23-30. <https://doi.org/10.20961/jaedc.v5i1.53442>
47. Wardana, O. R., & Gunarsih, T. (2022). The Effect of Capital Structure on Company Value With Corporate Governance As A Moderating Variable. *Jurnal Ilmu Manajemen & Ekonomika*, 14(1), 9. <https://doi.org/10.35384/jime.v14i1.288>
48. Winantisan, R. N. N., Tulug, J. E., Rumokoy, L. J., Richarda, O. :, Winantisan, N. N., Tulung, J. E., Rumokoy, L. J., Manajemen, J., Ekonomi, F., & Bisnis, D. (2024). Pengaruh Keberagaman Usia Dan Gender Pada Dewan Komisaris Dan Direksi Terhadap Kinerja Keuangan Perbankan Di Indonesia Periode 2018-2022. *Jurnal EMBA*, 12(1), 1–12.
49. Wati, I. C., & Kasingku, F. J. (2022). The role of corporate governance and financial indicators in predicting the financial distress. *Jurnal Ekonomi*, 11(03), 1255-1267. <https://ejournal.seaninstitute.or.id/index.php/Ekonomi/article/view/935>
50. Yuliana, V., & Purwanto, I. A. (2023). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Good Corporate Governance Sebagai Variabel Moderasi (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2019-2021). *Diponegoro Journal of Accounting*, 12(3), 1–15. <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting> website: <https://www.idx.co.id>