

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Objek Penelitian

Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan sektor properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tahun 2020 hingga 2024. Penelitian ini menggunakan metode complete case analysis (listwise deletion) untuk menangani data yang tidak tersedia, yaitu dengan mengecualikan observasi yang memiliki satu atau lebih variabel yang tidak tersedia, sehingga hanya data yang lengkap yang digunakan dalam analisis (Hair et al., 2019).

Proses seleksi sampel dilakukan berdasarkan kriteria tertentu untuk memastikan kualitas dan kelengkapan data penelitian. Variabel pertumbuhan perusahaan (GROWTH) dalam penelitian ini dihitung sebagai perubahan persentase penjualan antartahun menggunakan formula $(\text{Penjualan}(t) - \text{Penjualan}(t-1)) / \text{Penjualan}(t-1)$, sehingga tahun 2020 berfungsi sebagai tahun dasar dan tidak dimasukkan sebagai periode analisis. Selain itu, beberapa observasi dengan nilai GROWTH yang sangat ekstrem (lebih dari 500%) dikecualikan dari analisis sebagai bagian dari prosedur penanganan outlier. Berdasarkan proses seleksi sampel yang telah dilakukan, penelitian ini menggunakan 230 data observasi dari 62 perusahaan yang memenuhi persyaratan penelitian selama periode pengamatan 2021-2024. Proses pengolahan data seluruhnya menggunakan perangkat lunak Stata versi 17. Proses pemilihan sampel penelitian ditampilkan dalam Tabel 4.1 berikut.

Tabel 4. 1 Pemilihan Sampel Penelitian

No.	Kriteria	Jumlah Observasi
1	Perusahaan sektor properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020-2024	460
2	Perusahaan sektor properti dan real estate yang tidak/belum menerbitkan laporan keuangan di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020-2024	(100)
3	Perusahaan yang tidak memiliki data lengkap sesuai kebutuhan penelitian	(298)
	Total perusahaan sampel	62
4	Total observasi 62 perusahaan x 5 tahun (2020-2024)	310
5	Observasi tahun pertama yang tidak dapat dihitung variable Growth	(62)
6	Observasi yang tidak tersedia pada tahun tertentu	(14)
7	Outlier Variabel Growth (data ekstrem >500%)	(4)
	Jumlah observasi akhir penelitian	230

Sumber: Data sekunder, diolah penulis (2026)

4.2 Analisis Data

Analisis data merupakan tahapan penting dalam penelitian yang bertujuan untuk mengolah, menginterpretasikan, dan menarik kesimpulan dari data penelitian sehingga dapat menjawab rumusan masalah penelitian. Pada penelitian ini, proses analisis data dilakukan menggunakan pendekatan kuantitatif dengan memanfaatkan software Stata versi 17 untuk berbagai tahapan pengujian statistik, meliputi penentuan model estimasi, pengujian asumsi klasik, pengujian kelayakan model, serta pengujian hipotesis. Seluruh tahapan analisis dilakukan secara sistematis agar

penelitian mampu menghasilkan penjelasan yang tepat terkait hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen.

4.2.1 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif diterapkan guna menjelaskan kondisi umum karakteristik data penelitian. Informasi yang disajikan meliputi nilai rata-rata, standar deviasi, nilai terendah, dan nilai tertinggi pada setiap variabel penelitian. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah Nilai Perusahaan yang diproksikan menggunakan Return on Assets (ROA). Variabel independen utama adalah Pengungkapan Risiko (CRD), sementara Tata Kelola Perusahaan (GCG) diproksikan menggunakan tiga indikator, yaitu Komisaris Independen (KI), Dewan Direksi (DD), dan Dewan Komisaris Wanita (DW). Variabel kontrol terdiri dari ukuran perusahaan (SIZE), likuiditas (LIKUIDITAS), dan pertumbuhan perusahaan (GROWTH). Seluruh hasil statistik deskriptif ditampilkan pada Tabel 4.2.

Tabel 4. 2 Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	N	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROA	230	4,1464	5,6356	0,01	55,55
CRD	230	0,5512	0,1564	0,0000	0,67
GCG-KI	230	0,4379	0,1214	0,3125	1
GCG-DD	230	3,5260	1,7172	2	9
GCG-DW	230	0,1604	0,2025	0,0000	0,6667
SIZE	230	28,2351	1,7090	24,2184	31,472
LIKUIDITAS	230	45,8130	145,2507	0,0076	755,4674
GROWTH	230	0,1758	0,7479	-0,9082	4,5654

Sumber: Output Stata 17, diolah penulis (2026)

Berdasarkan hasil uji statistik deskriptif pada Tabel 4.2 dengan jumlah observasi sebanyak 230 yang berasal dari 62 perusahaan selama periode 2021-2024, dapat diuraikan karakteristik masing-masing variabel penelitian sebagai berikut.

Variabel nilai perusahaan yang diproksikan dengan Return on Assets (ROA) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 4,1464 dengan standar deviasi sebesar 5,6356. Nilai minimum sebesar 0,01 mengindikasikan terdapat perusahaan dengan tingkat profitabilitas aset yang sangat rendah, sedangkan nilai maksimum sebesar 55,55 menunjukkan adanya perusahaan dengan kemampuan menghasilkan laba dari aset yang sangat tinggi. Tingginya standar deviasi relatif terhadap nilai rata-rata mencerminkan kondisi heterogen kinerja perusahaan dalam sektor properti selama periode penelitian.

Variabel Pengungkapan Risiko (CRD) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,5512 dengan standar deviasi sebesar 0,1564. Nilai minimum sebesar 0,0000 menunjukkan terdapat perusahaan yang tidak melakukan pengungkapan risiko sama sekali, sedangkan nilai maksimum sebesar 0,67 mengindikasikan bahwa pengungkapan risiko tertinggi mencapai 67% dari total item yang dipersyaratkan. Secara rata-rata, tingkat pengungkapan risiko perusahaan sampel berada pada kisaran 55,12%, yang mencerminkan tingkat transparansi yang cukup baik dalam penyampaian informasi risiko kepada para pemangku kepentingan.

Variabel Dewan Direksi (GCG-DD) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 3,5260 dengan standar deviasi sebesar 1,7172. Nilai minimum sebesar 2 dan maksimum sebesar 9 mengindikasikan variasi yang cukup signifikan dalam jumlah anggota dewan direksi antarperusahaan. Standar deviasi yang relatif besar

mengindikasikan perbedaan struktur dewan yang cukup beragam di antara perusahaan sampel.

Variabel Dewan Komisaris Wanita (GCG-DW) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,1604 dengan standar deviasi sebesar 0,2025. Nilai minimum sebesar 0,0000 menunjukkan terdapat perusahaan yang tidak memiliki komisaris wanita sama sekali, sedangkan nilai maksimum sebesar 0,6667 mengindikasikan proporsi tertinggi mencapai 66,67%. Nilai rata-rata yang rendah mengindikasikan representasi wanita dalam dewan komisaris masih terbatas pada perusahaan sampel.

Variabel ukuran perusahaan (SIZE) yang diproksikan menggunakan logaritma natural total aset menunjukkan nilai rata-rata sebesar 28,2351 dengan standar deviasi sebesar 1,7090. Nilai minimum sebesar 24,2184 dan maksimum sebesar 31,472 mengindikasikan perbedaan skala perusahaan yang cukup besar dalam sampel. Variabel likuiditas (LIKUIDITAS) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 45,8130 dengan standar deviasi sebesar 145,2507 yang sangat besar, mencerminkan variasi likuiditas yang ekstrem akibat beberapa perusahaan dengan saldo kas yang jauh di atas rata-rata. Variabel pertumbuhan perusahaan (GROWTH) yang diukur sebagai perubahan persentase penjualan antartahun menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,1758 (17,58%), dengan nilai minimum -0,9082 yang mengindikasikan penurunan penjualan hingga 90,82% dan nilai maksimum 4,5654 yang mencerminkan pertumbuhan penjualan tertinggi mencapai 456,54%.

4.2.2 Pemilihan Model Estimasi

Untuk memilih model regresi data panel terbaik, dilakukan serangkaian uji pemilihan model, meliputi Uji Chow untuk menentukan pilihan antara Common Effect Model (CEM) dan Fixed Effect Model (FEM), serta Uji Hausman untuk menentukan model yang paling sesuai antara Fixed Effect Model (FEM) dan Random Effect Model (REM). Berdasarkan hasil kedua pengujian tersebut, model Fixed Effect dengan robust standard error dipilih sebagai model estimasi utama penelitian ini. Persamaan regresi yang dihasilkan adalah sebagai berikut:

$$\text{ROA} = 438,624 - 34,321 \text{ CRD} - 6,805 \text{ GCGKI} - 4,420 \text{ GCGDD} + 5,045 \text{ GCGDW} \\ - 14,079 \text{ SIZE} - 0,005 \text{ LIKUIDITAS} - 0,309 \text{ GROWTH} + \varepsilon$$

Tabel 4. 3 Hasil Uji Regresi Data Panel (Fixed Effect – Robust Standard Error)

Variabel	Koefisien	Robust Std. Err.	t	P> t	95% Conf. Interval
CRD	-34,321	8,245	-4,16	0,000***	-50,808 s.d. -17,834
GCGKI	-6,805	10,775	-0,63	0,530	-28,352 s.d. 14,741
GCGDD	-4,420	1,464	-3,02	0,004**	-7,347 s.d. - 1,492
GCGDW	5,045	5,931	0,85	0,398	-6,815 s.d. 16,904
SIZE	-14,079	9,868	-1,43	0,159	-33,811 s.d. 5,653
LIKUIDITAS	-0,005	0,004	-1,40	0,167	-0,012 s.d. 0,002
GROWTH	-0,309	0,515	-0,60	0,551	-1,338 s.d. 0,720

Konstanta	438,624	288,285	1,52	0,133	-137,838 s.d. 1.015,086
-----------	---------	---------	------	-------	----------------------------

Sumber: Output Stata 17, diolah penulis (2026)

4.2.2.1 Uji Chow

Uji Chow dilakukan untuk menentukan model yang paling sesuai antara *Common Effect Model* dan *Fixed Effect Model*. Berdasarkan output Stata, pengujian F-test untuk seluruh $u_i = 0$ pada model *Fixed Effect* menunjukkan nilai $F(61, 161) = 3,70$ dengan $\text{Prob} > F = 0,0000$. Karena nilai probabilitas yang diperoleh berada di bawah tingkat signifikansi 0,05, maka H_0 ditolak sehingga *Fixed Effect Model* (FEM) dianggap lebih sesuai dibandingkan *Common Effect Model* (CEM).

4.2.2.2 Uji Hausman

Uji Hausman digunakan untuk memilih model yang paling sesuai antara FEM dan REM. Hasil uji Hausman menunjukkan nilai $\chi^2(7) = 24,56$ dengan $\text{Prob} > \chi^2 = 0,0009$, yang berada di bawah taraf signifikansi 0,05. Oleh karena itu, H_0 ditolak sehingga disimpulkan terdapat perbedaan sistematis antara estimator FEM dan REM, yang berarti *Fixed Effect Model* (FEM) lebih tepat digunakan dibandingkan *Random Effect Model* (REM). Dalam proses pengujian, ditemukan bahwa matriks varians-kovarians dari perbedaan koefisien ($V_b - V_B$) tidak positif definit; namun demikian, nilai probabilitas 0,0009 tetap mempertegas preferensi terhadap FEM. Mengingat terdeteksinya heteroskedastisitas dalam model, estimasi selanjutnya dilakukan menggunakan *Fixed Effect Model* dengan *robust standard error (cluster-robust)*.

4.2.3 Uji Asumsi Klasik

Pada penelitian ini, model yang terpilih adalah *Fixed Effect Model* (FEM), sehingga pengujian asumsi klasik mencakup uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas. Hasil pengujian dijelaskan sebagai berikut.

4.2.3.1 Uji Multikolinearitas

Pengujian multikolinearitas bertujuan untuk mengidentifikasi adanya hubungan yang sangat kuat di antara variabel independen pada model regresi. Pengujian dilakukan dengan mengamati nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) serta nilai Tolerance ($1/VIF$). Suatu model dinilai bebas dari gejala multikolinearitas apabila memiliki nilai VIF kurang dari 10 serta nilai Tolerance melebihi 0,10 (Hair et al., 2019).

Berdasarkan hasil pengujian VIF yang ditampilkan pada Tabel 4.4, diperoleh nilai Mean VIF sebesar 1,29 dengan nilai VIF tertinggi sebesar 1,89 pada variabel GCGDD. Seluruh variabel independen memiliki nilai VIF jauh di bawah batas 10 dan nilai Tolerance ($1/VIF$) di atas 0,10. Berdasarkan hasil tersebut, model penelitian dinyatakan terbebas dari indikasi multikolinearitas yang signifikan antar variabel independen.

Tabel 4. 4 Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	VIF	Tolerance (1/VIF)
GCGDD	1,89	0,5291
SIZE	1,83	0,5461
GCGDW	1,11	0,8995
GCGKI	1,11	0,9036
LIKUIDITAS	1,07	0,9316
CRD	1,04	0,9660

GROWTH	1,01	0,9861
Mean VIF	1,29	-

Sumber: Output Stata 17, diolah penulis (2026)

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk mengetahui adanya ketidaksamaan varians residual pada setiap observasi dalam model regresi. Dalam model Fixed Effect, pengujian dilakukan menggunakan Modified Wald Test (xttest3) yang menguji apakah varians residual bersifat homogen di seluruh kelompok panel.

Hasil Modified Wald Test menunjukkan nilai $\chi^2(62) = 5652694,04$ dengan $\text{Prob} > \chi^2 = 0,0000$, yang berada di bawah tingkat signifikansi 0,05. Oleh sebab itu, H_0 ditolak dan disimpulkan bahwa model regresi mengandung gejala heteroskedastisitas. Untuk mengatasi permasalahan ini, penelitian menggunakan estimasi robust standard error (cluster-robust) dalam Fixed Effect Model. Metode ini merupakan pendekatan yang tepat dan direkomendasikan untuk menghasilkan standar error yang valid ketika terjadi heteroskedastisitas dalam data panel (Wooldridge, 2010)

4.2.4 Uji Fit Model

Pengujian fit model dilakukan untuk mengevaluasi penerapan model regresi dan mengukur kapasitas variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen. Penilaian dilakukan berdasarkan signifikansi model secara keseluruhan menggunakan statistik F dan koefisien determinasi R^2 .

4.2.4.1 Uji Statistik F

Uji F digunakan untuk penilaian kelayakan model secara simultan dalam regresi data panel menggunakan *Fixed Effect Model*. Berdasarkan estimasi *Fixed Effect Model* tanpa *robust standard error*, diperoleh nilai $F(7, 161) = 3,72$ dengan

Prob > F = 0,0009, yang berada di bawah taraf signifikansi 0,05. Hasil ini mengindikasikan bahwa model secara keseluruhan signifikan secara statistik, artinya variabel independen secara bersama-sama memiliki pengaruh yang bermakna terhadap variabel dependen (ROA). Penilaian kelayakan model juga diperkuat oleh signifikansi Uji Chow yang menunjukkan bahwa FEM lebih tepat digunakan dibandingkan CEM (Prob > F = 0,0000).

4.2.4.2 Koefisien Determinasi (R^2)

Dalam regresi data panel menggunakan *Fixed Effect Model*, terdapat tiga jenis koefisien determinasi yang digunakan untuk mengevaluasi kemampuan model, yaitu R^2 Within, R^2 Between, dan R^2 Overall. Berdasarkan hasil estimasi, nilai R^2 Within sebesar 0,1393 menunjukkan bahwa variabel independen mampu menjelaskan sekitar 13,93% variasi nilai perusahaan (ROA) dalam entitas yang sama lintas waktu. Nilai R^2 Between sebesar 0,0094 menunjukkan kemampuan model dalam menjelaskan variasi antar perusahaan yang relatif kecil. Adapun nilai R^2 Overall sebesar 0,0062 mencerminkan kemampuan model secara keseluruhan.

Nilai R^2 yang relatif kecil merupakan kondisi umum yang ditemui pada penelitian berbasis data panel, karena terdapat banyak faktor lain yang memengaruhi nilai perusahaan di luar variabel yang dimasukkan dalam model, seperti kondisi makroekonomi, ketidakpastian pasar, dan faktor industri. Nilai rho sebesar 0,9804 mengindikasikan bahwa sekitar 98,04% variasi total data berasal dari perbedaan karakteristik antarperusahaan (*individual effect*) yang tidak dapat diamati secara langsung, yang memperkuat kesesuaian penggunaan *Fixed Effect Model* dalam penelitian ini.

4.2.5 Uji Hipotesis

Untuk mengetahui pengaruh parsial masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen dilakukan pengujian hipotesis menggunakan uji t pada *Fixed Effect Model* dengan *robust standard error*. Nilai probabilitas setiap variabel dijadikan sebagai dasar pengambilan keputusan, yaitu apabila nilai p-value $< 0,05$ maka variabel dinyatakan memiliki pengaruh yang signifikan. Berikut ini penjelasan mengenai hasil pengujian masing-masing hipotesis.

4.2.5.1 Pengaruh Pengungkapan Risiko terhadap Nilai Perusahaan

H1: Hasil uji t pada variabel CRD menunjukkan nilai t sebesar -4,16 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000 ($< 0,05$). Meskipun CRD terbukti berpengaruh signifikan terhadap ROA, koefisien regresi sebesar -34,321 menunjukkan arah negatif yang berlawanan dengan hipotesis yang diajukan. Dengan demikian, H_0 tidak dapat ditolak untuk arah yang diprediksikan, dan Hipotesis 1 (H1) tidak terdukung. Penelitian ini menemukan bahwa Pengungkapan Risiko berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan sektor properti di BEI periode 2021-2024.

4.2.5.2 Pengaruh Tata Kelola Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

H2: Tata kelola perusahaan berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.

Pengujian pengaruh Tata Kelola Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan dilakukan melalui tiga proksi, yaitu Komisaris Independen (GCGKI), Dewan Direksi (GCGDD), dan Dewan Komisaris Wanita (GCGDW).

- a. Hasil uji t pada variabel GCGKI menunjukkan nilai t sebesar -0,63 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,530 ($> 0,05$), sehingga H_0 diterima dan H_a

ditolak. Komisaris Independen tidak berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

- b. Hasil uji t pada variabel GCGDD menunjukkan nilai t sebesar -3,02 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,004 ($< 0,05$). Meskipun signifikan, koefisien sebesar -4,420 menunjukkan arah negatif yang berlawanan dengan hipotesis. Hipotesis 2b (H2b) tidak terdukung - Dewan Direksi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.
- c. Hasil uji t pada variabel GCGDW menunjukkan nilai t sebesar 0,85 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,398 ($> 0,05$), sehingga H_0 diterima dan H_a ditolak. Direktur Wanita tidak berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Berdasarkan ketiga proksi tersebut, tidak ada satu pun yang menunjukkan pengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan, sehingga Hipotesis 2 (H2) tidak terdukung secara keseluruhan.

Tabel 4. 5 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

H	Hipotesis	Variabel	p-value	Hasil
H1	Pengungkapan Risiko berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan	CRD \rightarrow ROA	0,000**	Tidak Didukung (signifikan, arah negatif)
H2a	GCG (KI) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan	GCG-KI \rightarrow ROA	0,227	Tidak Didukung (tidak signifikan)
H2b	GCG (DD) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan	GCG-DD \rightarrow ROA	0,162	Tidak Didukung (signifikan, arah negatif)
H2c	GCG (DW) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan	GCG-DW \rightarrow ROA	0,122	Tidak Didukung Tidak Didukung (tidak signifikan)

Sumber: Output Stata 17, diolah penulis (2026)

4.3 Interpretasi Hasil

4.3.1 Pengaruh Pengungkapan Risiko (CRD) terhadap Nilai Perusahaan (ROA)

Variabel Pengungkapan Risiko (CRD) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,5513, yang menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel mengungkapkan sekitar 55,13% dari total item risiko yang diukur. Berdasarkan hasil estimasi Fixed Effect dengan robust standard error, variabel CRD memiliki nilai probabilitas sebesar 0,000 ($< 0,05$) dengan koefisien regresi negatif sebesar -34,321, sehingga Hipotesis 1 (H1) tidak terdukung.

Temuan ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat pengungkapan risiko perusahaan, semakin rendah nilai perusahaan yang dalam penelitian ini diproksikan dengan ROA. Hasil ini bertentangan dengan prediksi teori keagenan, yang menyatakan bahwa pengungkapan informasi yang lebih lengkap seharusnya mengurangi asimetri informasi dan meningkatkan nilai perusahaan. Namun, temuan ini konsisten dengan fenomena reactive disclosure, di mana perusahaan cenderung meningkatkan pengungkapan risiko justru ketika menghadapi kondisi keuangan yang memburuk, sebagai respons terhadap tekanan regulator dan pemangku kepentingan, bukan sebagai inisiatif proaktif dari manajemen (Haj-Salem et al., 2020).

4.3.2 Pengaruh Tata Kelola Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan (ROA)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa ketiga proksi tata kelola perusahaan, yaitu Komisaris Independen (H2a) tidak signifikan, Dewan Direksi (H2b) signifikan namun dengan arah negatif, dan Direksi Wanita (H2c) tidak signifikan

terhadap Nilai Perusahaan (ROA), sehingga Hipotesis 2a, 2b, dan 2c tidak terdukung.

Tidak signifikannya pengaruh Komisaris Independen (H2a) terhadap nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh karakteristik unik sektor properti di Indonesia. Proporsi komisaris independen pada sampel penelitian ini relatif seragam, dengan rata-rata 0,4380 dan standar deviasi hanya 0,1185, sehingga variasi lintas perusahaan tidak cukup untuk mendeteksi perbedaan kinerja secara signifikan. Komisaris independen di sektor properti cenderung berperan lebih pada pemenuhan regulasi (*compliance-driven*) daripada pengawasan substantif yang aktif. (Asyik et al., 2024) dalam penelitiannya terhadap perusahaan-perusahaan Indonesia menemukan bahwa mekanisme tata kelola, termasuk proporsi komisaris independen, tidak selalu berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan karena efektivitasnya sangat bergantung pada konteks industri dan kualitas implementasinya. Temuan ini diperkuat oleh (Suhartini et al., 2024) yang menunjukkan bahwa mekanisme tata kelola di Indonesia tidak secara langsung memengaruhi nilai perusahaan, dan hanya bekerja secara efektif melalui jalur mediasi kinerja keuangan.

Variabel Dewan Direksi (GCGDD) menunjukkan nilai koefisien sebesar -4,420 dengan nilai t sebesar -3,02 dan tingkat signifikansi sebesar 0,004 ($< 0,05$). Meskipun terdapat pengaruh yang signifikan, arah koefisien yang negatif berlawanan dengan hipotesis yang memprediksi pengaruh positif. Dengan demikian, Hipotesis 2b (H2b) tidak terdukung - penelitian ini menemukan bahwa Dewan Direksi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Dalam interpretasi model Fixed Effect, koefisien negatif GCGDD bermakna bahwa ketika suatu perusahaan menambah jumlah anggota dewan direksinya dari satu tahun ke tahun berikutnya, ROA perusahaan tersebut cenderung menurun. Dinamika ini dapat dijelaskan melalui beberapa perspektif. Pertama, penambahan anggota dewan direksi sering kali terjadi sebagai respons terhadap restrukturisasi atau tekanan pemangku kepentingan ketika perusahaan sedang menghadapi kondisi yang tidak optimal - situasi yang sendirinya sudah berdampak negatif pada ROA. Kedua, dalam sektor properti yang membutuhkan kecepatan pengambilan keputusan investasi (akuisisi lahan, pengembangan proyek, negosiasi kontrak), dewan yang lebih besar dapat memperlambat proses tersebut sehingga mengurangi efisiensi operasional dan daya saing perusahaan. Hal ini diperkuat oleh (Suhartini et al., 2024) yang menunjukkan bahwa mekanisme tata kelola dapat memperlemah hubungan antara pengungkapan informasi dan nilai perusahaan tanpa dukungan implementasi yang memadai. Serupa dengan (Jain & Raithatha, 2022) dalam penelitiannya di pasar berkembang menemukan bahwa efektivitas dewan dalam memengaruhi nilai perusahaan sangat bergantung pada kualitas tata kelola secara keseluruhan, bukan sekadar jumlah anggota. Hal ini sejalan dengan argumen bahwa dewan yang terlalu besar justru dapat menciptakan masalah koordinasi yang mengurangi efisiensi pengambilan keputusan, sehingga manfaatnya terhadap nilai perusahaan tidak terdeteksi secara statistik.

Variabel Dewan Komisaris Wanita (GCGDW) menunjukkan nilai koefisien sebesar 5,045 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,398 ($> 0,05$), sehingga tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap ROA. Hipotesis 2c (H2c) tidak terdukung.

Ketidaksignifikanan ini dapat dijelaskan melalui fenomena *critical mass* dalam keberagaman gender dewan perusahaan.

Dalam penelitian ini, nilai rata-rata GCGDW hanya sebesar 0,1605 atau 16,05%, dengan nilai minimum sebesar 0 yang mengindikasikan banyak perusahaan tidak memiliki komisaris wanita sama sekali. Seebeck & Vetter (2022) menunjukkan bahwa pengaruh keberagaman gender terhadap kualitas tata kelola baru terdeteksi secara signifikan ketika proporsi perempuan mencapai *critical mass* tertentu umumnya dikaitkan dengan kehadiran minimal tiga perempuan dalam dewan atau proporsi di atas 30%. Dalam penelitian ini, rata-rata representasi perempuan yang hanya 16,05% mengindikasikan bahwa kondisi *critical mass* tersebut belum tercapai pada sebagian besar perusahaan properti Indonesia, sehingga keberadaan komisaris wanita belum mampu mengubah dinamika pengambilan keputusan secara signifikan.

Hazaea et al. (2023) menyimpulkan bahwa dampak positif keberagaman gender terhadap kinerja perusahaan bersifat kontekstual dan sangat bergantung pada tingkat representasi perempuan serta lingkungan institusional yang berlaku. Secara khusus, Hazaea et al. (2023) mengidentifikasi kesenjangan penelitian pada konteks pasar berkembang Asia dengan sistem tata kelola yang berbeda dari mayoritas studi yang berasal dari negara maju. Dalam konteks Indonesia, belum adanya regulasi yang secara eksplisit mewajibkan keterwakilan perempuan dalam dewan komisaris menyebabkan penetapan komisaris wanita lebih bersifat opsional daripada strategis. Akibatnya, pengaruh GCGDW terhadap nilai perusahaan belum dapat terdeteksi secara statistik dalam penelitian ini, konsisten dengan temuan

bahwa kondisi critical mass dan lingkungan institusional yang mendukung belum sepenuhnya terpenuhi pada sektor properti Indonesia.