

PERAN *CORPORATE GOVERNANCE* DAN *FINANCIAL CAPABILITY* TERHADAP VOLATILITAS *RETURN SAHAM*

Lela Hindasah

Universitas Muhammadiyah Yogyakarta, Yogyakarta

Email : lela@umy.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *Corporate Governance* dan *financial capacity* terhadap volatilitas *return* saham pada masa krisis. Objek penelitian yaitu perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Variabel *Corporate Governance* berdasarkan jumlah direktur dan persentase komisaris independen, sementara *financial capacity* berdasarkan profitabilitas, *leverage*, arus kas operasi, dan ukuran perusahaan. Metode analisis yang digunakan adalah regresi linier berganda dengan jumlah sampel sebanyak 510 perusahaan. Data tahun 2019 digunakan untuk mengukur variabel independen, sedangkan volatilitas *return* saham sebagai variabel dependen menggunakan data tahun 2020, yang merepresentasikan periode krisis akibat pandemi COVID-19. Hasil penelitian menunjukkan bahwa jumlah direktur, profitabilitas, *leverage*, arus kas operasi, dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap volatilitas *return* saham. Sebaliknya, persentase komisaris independen tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa praktik *corporate governance* yang efektif, khususnya melalui keberadaan jumlah direktur yang memadai, serta kapasitas finansial yang kuat berdasarkan profitabilitas, arus kas operasi, dan ukuran perusahaan dapat mereduksi volatilitas saham pada masa krisis. Di sisi lain, tingkat *leverage* yang tinggi meningkatkan risiko volatilitas *return* saham.

Kata kunci : Volatilitas *Return Saham*; *Corporate Governance*; *Financial Capability*

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of corporate governance and financial capacity on stock return volatility during a crisis period, focusing on companies listed on the Indonesia Stock Exchange. Corporate governance is measured by the number of directors and the percentage of independent commissioners, while financial capacity is assessed using indicators such as profitability, leverage, operating cash flow, and firm size. The analysis method employed is multiple linear regression with a sample of 510 companies. Data from 2019 is used to measure the independent variables, while the dependent variable stock return volatility is measured using 2020 data, representing the crisis period due to the COVID-19 pandemic. The results show that the number of directors, profitability, leverage, operating cash flow, and firm size significantly affect stock return volatility. However, the proportion of independent commissioners does not have a significant impact. These findings indicate that effective corporate governance—particularly through an adequate number of directors and strong financial capacity, as reflected by profitability, operating cash flow, and firm size, can help reduce stock volatility during a crisis. On the other hand, high leverage increases the risk of stock return volatility.

Keywords : *Stock Return Volatility*; *Corporate Governance*; *Financial Capability*

PENDAHULUAN

Pasar saham memainkan peran penting dalam perekonomian dengan menjadi saluran utama untuk pergerakan dana, memungkinkan investor mendapatkan imbal hasil yang baik dan perusahaan memperoleh modal yang dibutuhkan. Volatilitas saham, yang mengacu pada tingkat perubahan nilai saham dalam periode tertentu, menggambarkan risiko yang dihadapi investor. Tingkat volatilitas yang tinggi menunjukkan kemungkinan kerugian atau keuntungan yang besar, yang membuat prediksi harga saham menjadi lebih sulit. Tujuan utama investasi saham adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham, yang diukur dari harga saham. Harga saham mencerminkan kinerja perusahaan dan kepercayaan investor, bergerak sesuai dengan kondisi perusahaan (Aliyah *et al.*, 2024). Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mengalami penurunan drastis pada tahun 2020 akibat meningkatnya ketidakpastian di pasar saham akibat guncangan dari pandemi COVID-19 sehingga memicu volatilitas saham di pasar modal (Dewi *et al.*, 2023). Begitupun dengan pasar global anjlok dan volatilitas pasar meningkat seiring dengan kontraksi ekonomi global (Mazur *et al.*, 2021).

Beberapa penelitian terdahulu menunjukkan karakteristik dan faktor ekonomi tingkat negara dan menemukan bahwa bahwa karakteristik dan faktor ekonomi tingkat negara membantu mengurangi volatilitas yang timbul akibat pandemi (Uddin *et al.*, 2021). Selain karakteristik tingkat negara, karakteristik perusahaan juga merupakan faktor yang mempengaruhi volatilitas saham di Pasar Modal. Praktik tata kelola perusahaan dapat mempengaruhi volatilitas harga saham, dengan praktik tata kelola yang lebih baik dapat mengurangi risiko dan meningkatkan kinerja keuangan (Sherif *et al.*, 2024). Leuz & Verrecchia (2002) berpendapat bahwa peningkatan pengungkapan informasi mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan investor. Dengan lebih banyak informasi yang tersedia, investor dapat membuat keputusan yang lebih rasional, mengurangi ketidakpastian, dan pada akhirnya menstabilkan pergerakan harga saham. Lebih banyak informasi yang terungkap secara konsisten dapat mengurangi reaksi berlebihan dari investor terhadap berita tertentu. Akibatnya, fluktuasi harga saham menjadi lebih stabil, dan volatilitas *return* saham cenderung menurun.

Tata kelola yang lemah dan kurangnya transparansi meningkatkan volatilitas saham. Dalam hipotesis pasar efisien, transparansi dan tata kelola yang baik mendukung kinerja pasar keuangan. Hal ini mengurangi ketidakpastian dan meningkatkan efisiensi

pasar. Oleh karena itu, memahami faktor-faktor yang memengaruhi volatilitas *return* saham selama masa krisis menjadi penting untuk meningkatkan resiliensi perusahaan dan memberikan landasan bagi pengambilan keputusan yang lebih baik (Morck *et al.*, 2000). Perusahaan dengan tata kelola yang baik dapat mengurangi masalah keagenan dan meningkatkan kepercayaan investor, sehingga mengurangi risiko panic selling. Hal yang sama berlaku untuk perusahaan dengan kinerja baik, karena investor lebih percaya terhadap ketahanan mereka, sehingga harga saham tetap lebih stabil meskipun terjadi krisis (Huang *et al.*, 2011). Disamping itu keputusan keuangan bersifat kompleks yang melibatkan risiko serta ketidakpastian, sentimen negatif investor juga meningkatkan volatilitas harga saham (Nofsinger, 2005).

Beberapa penelitian terdahulu mengkaji determinan volatilitas *return* saham diantaranya Le (2024) yang mengkaji pengaruh tata kelola perusahaan terhadap volatilitas imbal hasil saham pada perusahaan non-keuangan di pasar saham Vietnam. Dengan menggunakan data dari Bursa Hanoi dan Ho Chi Minh, hasil penelitian menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan berhubungan positif dengan volatilitas saham. Ukuran dewan direksi berkontribusi pada peningkatan volatilitas, sehingga perusahaan yang ingin menurunkan volatilitas sebaiknya mengurangi jumlah direksi. Temuan ini memberikan wawasan bagi perusahaan dan pelaku pasar dalam mengelola volatilitas melalui tata kelola yang baik di pasar modal negara berkembang. Hasil penelitian ini sejalan dengan Aloui & Jarboui (2018). Berbeda dengan Forbes & Milliken (1999) dan Shahid & Abbas (2019) yang menyatakan jumlah direktur yang lebih besar dapat menurunkan volatilitas harga saham karena meningkatkan efektivitas pengawasan dan diversifikasi perspektif dalam pengambilan keputusan. Dengan lebih banyak anggota, dewan dapat melakukan pengawasan yang lebih ketat terhadap manajemen, sehingga mengurangi risiko keputusan yang buruk dan meningkatkan transparansi perusahaan. Selain itu, berbagai latar belakang dan keahlian anggota dewan dapat menghasilkan keputusan yang lebih matang dan berimbang, mengurangi ketidakpastian pasar dan meningkatkan kepercayaan investor. Kepercayaan ini dapat mengurangi reaksi berlebihan terhadap berita atau perubahan kondisi eksternal, yang pada akhirnya menstabilkan pergerakan harga saham. Sejalan dengan hasil penelitian (Aliyah *et al.*, 2024; Doku *et al.*, 2023; Mezhoud *et al.*, 2017; Sherif *et al.*, 2024).

Keberadaan komisararis independen diyakini dapat meningkatkan kualitas tata kelola perusahaan dengan memastikan bahwa perusahaan mematuhi standar dan peraturan yang berlaku, sehingga meningkatkan transparansi, akuntabilitas, dan tanggung jawab perusahaan (Puspitaningrum & Atmini, 2012; Zulfikar et al., 2020). Selain itu, Setiawan *et al* (2020) menyoroti bahwa ukuran dewan komisararis yang besar dapat meningkatkan efektivitas dan ketepatan pengawasan. Dengan demikian, komisararis independen yang aktif dan kompeten memperkuat kontrol internal, memastikan kepatuhan risiko, serta transparansi keuangan selama pandemi. Peran ini membantu menjaga stabilitas saham dan melindungi dari fluktuasi harga berlebihan. Namun berbeda dengan Sherif *et al* (2024), yang menyatakan independensi dewan justru memiliki dampak positif terhadap volatilitas, yang berarti semakin banyak direktur independen dalam dewan, semakin tinggi volatilitas saham. Ini bisa jadi karena direktur independen cenderung lebih aktif dalam menantang kebijakan manajemen, yang dapat menciptakan ketidakpastian di pasar.

Berdasarkan penelitian terdahulu, variabel lain yang berpengaruh terhadap volatilitas *return* saham yaitu profitabilitas. Hasil penelitian Aloui & Jarboui (2018), ROA berpengaruh negatif terhadap stock *return* volatility. ROA dapat meningkatkan kepercayaan investor dan mengurangi tekanan jual beli yang tidak rasional, sehingga menurunkan volatilitas *return* saham, namun penelitian Aliyah *et al* (2024) menunjukkan ROA tidak pengaruh terhadap stock *return* volatility. Variabel lain yang berpengaruh terhadap volatilitas *return* saham yaitu *leverage*. *Leverage* meningkatkan risiko keuangan. Investor merespons negatif karena prioritas pembayaran utang dapat mengancam keberlangsungan perusahaan, meningkatkan ketidakstabilan harga saham. Beberapa penelitian terdahulu menunjukkan *leverage* berpengaruh positif terhadap harga saham (Aloui & Jarboui, 2018; Sari & Zaitul, 2024), namun hasil penelitian Aliyah *et al* (2024) dan Handayani *et al* (2018) *leverage* tidak berpengaruh signifikan. Berbeda dengan Doku *et al* (2023), *leverage* berhubungan negatif dan signifikan dengan volatilitas imbal hasil saham. Penggunaan utang mencerminkan kapasitas perusahaan dan prospek perusahaan yang akan datang.

Hasil penelitian ukuran perusahaan terhadap volatilitas *return* saham menunjukkan hasil yang berbeda. Perusahaan kecil yang memiliki kapitalisasi pasar lebih rendah cenderung lebih rentan terhadap dampak negatif krisis seperti pandemi,

karena mereka sering kali memiliki kapasitas finansial dan operasional yang lebih terbatas, hal ini sesuai dengan penelitian Aloui & Jarboui (2018), sedangkan hasil penelitian Doku *et al* (2023) menunjukkan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *return* saham, berbeda dengan hasil penelitian Aliyah *et al* (2024) yang tidak signifikan.

Penelitian mengenai faktor-faktor yang memengaruhi volatilitas *return* saham menunjukkan hasil yang beragam, menandakan bahwa volatilitas dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor seperti *corporate governance* (CG) dan karakteristik perusahaan. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh *corporate governance* diukur dari jumlah direktur dan prosentase komisaris independen serta *financial capacity* yang mencakup ROA, *leverage*, *operating cash flow*, ukuran perusahaan terhadap volatilitas *return* saham selama masa krisis. Dengan data empiris, penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi akademis dan praktis dalam memahami peran tata kelola dan kapasitas keuangan dalam memitigasi risiko volatilitas, serta menjadi referensi bagi perusahaan dalam menghadapi tantangan masa depan.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Agency Theory

Teori agensi menjelaskan masalah yang timbul antara prinsipal dan agen, di mana pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian dapat mendorong manajer untuk mengejar kepentingan pribadi (Jensen & Meckling, 1976). Inti dari masalah keagenan adalah pemisahan kepemilikan dan kendali (Shleifer & Vishny, 1997). Salah satu solusi untuk mengatasi masalah ini adalah dengan menerapkan praktik CG yang baik, seperti pengawasan melalui dewan direksi. Dewan direksi memiliki peran penting dalam memastikan bahwa manajer bertindak untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Pillai & Al-Malkawi, 2018). Penggunaan mekanisme CG yang baik, keberadaan direktur, dapat mengurangi ketidakseimbangan informasi dan meningkatkan efisiensi pasar, yang pada gilirannya dapat mengurangi volatilitas *return* saham.

Teori agensi menjelaskan bagaimana struktur tata kelola perusahaan, termasuk jumlah direktur dan komisaris independen, memengaruhi kinerja perusahaan dan stabilitas pasar. Struktur dewan yang efektif dapat meningkatkan pengawasan dan pengambilan keputusan yang transparan, mengurangi ketidakpastian di pasar sehingga dapat mengurangi volatilitas saham. Dewan yang lebih besar dengan keahlian yang

beragam, serta keberadaan komisaris independen, dapat meningkatkan kredibilitas perusahaan dan menurunkan risiko yang terkait dengan pengambilan keputusan yang buruk. Sesuai dengan teori agensi (Jensen & Meckling, 1976), dalam konteks ini jumlah direktur dan komisaris independen memainkan peran penting dalam memitigasi masalah agensi dengan memastikan bahwa manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham (Sharma, 2017). Pengawasan yang lebih baik melalui komisaris independen dan dewan yang lebih besar dapat mengurangi kemungkinan keputusan yang merugikan, yang pada gilirannya dapat menurunkan volatilitas *return* saham. Penelitian Bae *et al* (2012) yang menemukan selama krisis, perusahaan dengan tata kelola perusahaan yang lebih lemah mengalami penurunan nilai saham yang lebih besar.

Good Corporate Governance dapat meningkatkan valuasi saham karena menciptakan kepastian bagi investor terkait pengelolaan perusahaan. Dengan adanya norma, perilaku, dan aturan yang memastikan bahwa pemasok modal, termasuk pemegang saham minoritas dan pemberi pinjaman, menerima imbal hasil yang sesuai dengan harapan mereka, risiko investasi dapat berkurang. Ketika risiko menurun, kepercayaan investor meningkat, sehingga permintaan terhadap saham juga cenderung naik. Akibatnya, harga saham perusahaan di pasar akan lebih tinggi, mencerminkan persepsi positif investor terhadap tata kelola dan prospek perusahaan dalam jangka panjang (Rogers & Roberto Securato, 2009) dan tingkat investasi lebih tinggi di perusahaan dengan praktik tata kelola perusahaan yang baik (Shahid & Abbas, 2019). Penurunan tingkat asimetri informasi merupakan hasil dari peningkatan praktik tata kelola perusahaan. Akibatnya, harga saham menjadi lebih efisien, volume perdagangan diperkirakan meningkat, sementara *spread bid-ask* dan volatilitas *return* saham diperkirakan menurun. (Mezhoud *et al.*, 2017).

Tugas utama Dewan Direksi mencakup lima bidang, yaitu manajemen, manajemen risiko, pengendalian internal, hubungan masyarakat, dan tanggung jawab sosial. Semua tugas ini diatur dalam anggaran dasar perusahaan dan dipandu oleh tata kelola perusahaan, yang memberikan pedoman umum untuk memastikan bahwa pengelolaan perusahaan dilakukan dengan integritas dan sesuai dengan tujuan yang telah ditetapkan (OJK, 2018). Semakin banyak jumlah direktur dalam perusahaan, semakin kuat pengelolaan dan pengendalian yang dilakukan, karena tugas manajerial

dapat dibagi dan keputusan strategis dapat diambil lebih efektif, sehingga kinerja perusahaan meningkat. Kinerja semakin baik maka akan meningkatkan kepercayaan investor sehingga menurunkan volatilitas saham (Van Essen, Engelen & Carney, 2013; Villanueva-Villar *et al.*, 2016 ;Hoang *et al.*, 2022).

Ukuran dewan direksi dapat memengaruhi volatilitas saham melalui mekanisme tata kelola perusahaan dan efektivitas pengambilan keputusan. Dewan yang lebih besar sering dikaitkan dengan volatilitas saham yang lebih rendah karena memiliki lebih banyak anggota dengan keahlian yang beragam, sehingga pengambilan keputusan menjadi lebih matang dan risiko perusahaan lebih terkendali. Selain itu, pengawasan yang lebih kuat dalam dewan besar dapat meningkatkan transparansi dan kepercayaan investor, yang pada akhirnya mengurangi fluktuasi harga saham sejalan dengan (Doku *et al* 2023). Berdasarkan *Resource Dependence Theory* dan keagenan, perusahaan dengan dewan yang lebih besar memiliki lebih banyak keterampilan dan perspektif yang dapat membantu dalam pengawasan terhadap oportunisme manajerial, sementara dewan yang lebih kecil cenderung meningkatkan volatilitas karena keputusan yang lebih cepat dan ekstrem serta kurangnya kapasitas pengawasan terhadap kepentingan pemegang saham. Hermalin & Weisbach (2004) berpendapat bahwa dewan direksi yang lebih kecil lebih efektif dalam mengambil keputusan karena koordinasi yang lebih mudah dan minimnya konflik kepentingan. Ukuran dewan yang kecil juga dapat mengurangi asimetri informasi, meningkatkan transparansi, dan kepercayaan investor. Dengan keputusan yang lebih cepat dan efektif, volatilitas *return* saham cenderung lebih rendah. Namun, selama pandemi, jumlah direktur yang terlalu besar juga berpotensi menghadirkan tantangan berupa inefisiensi dalam proses pengambilan keputusan. Ketidaksepakatan atau perbedaan pandangan yang timbul di antara anggota direksi dapat memperlambat respons perusahaan terhadap perubahan cepat dalam kondisi pasar yang sangat dinamis selama pandemi. Hal ini dapat memengaruhi persepsi investor mengenai kelincahan perusahaan dalam menghadapi krisis, yang pada akhirnya dapat meningkatkan volatilitas saham. Menurut teori keagenan, ukuran dewan direksi yang besar dapat meningkatkan dominasi pemimpin karena memungkinkan terbentuknya koalisi dan konflik dalam kelompok. Hal ini membuat dewan lebih sulit beroperasi secara efisien dan mencapai kesepakatan dalam pengambilan keputusan penting. Dengan kata lain, semakin besar ukuran dewan, semakin kompleks dinamika

internalnya, yang dapat menghambat efektivitas pengawasan dan pengambilan keputusan strategis (Mezhoud *et al.*, 2017). Ukuran dewan direksi (jumlah direktur) dapat memengaruhi volatilitas harga saham, terutama selama krisis politik. Dewan yang terlalu besar sering kali menghadapi tantangan dalam koordinasi dan pengambilan keputusan, yang dapat memperlambat respons perusahaan terhadap situasi yang tidak stabil. Selain itu, dewan yang lebih besar juga dapat mengurangi efektivitas pengawasan karena adanya potensi *free-riding*, di mana beberapa anggota dewan kurang aktif dalam mengawasi manajemen. Ketika mekanisme pengawasan melemah, investor dapat kehilangan kepercayaan terhadap perusahaan, yang pada akhirnya meningkatkan volatilitas harga saham (Aloui & Jarboui, 2018). Begitupun dengan (Jensen, 1993) yang berpendapat bahwa dewan yang lebih besar menciptakan biaya agensi, menimbulkan masalah, dan keterlambatan dalam membuat keputusan yang baik. Oleh karena itu, pada masa pandemi, keseimbangan dalam jumlah direktur menjadi sangat penting untuk memastikan bahwa perusahaan dapat tetap tanggap terhadap perubahan pasar tanpa mengorbankan efektivitas tata kelola dan stabilitas kinerja saham.

Komisaris independen berperan penting dalam memitigasi volatilitas *return* saham, terutama saat pandemi COVID-19. Sebagai pihak eksternal yang independen, mereka memberikan pengawasan objektif terhadap kebijakan strategis perusahaan. Pada masa krisis, peran ini semakin krusial karena keputusan yang berkualitas dan sesuai prinsip tata kelola yang baik dapat meningkatkan kepercayaan investor serta mengurangi ketidakpastian pasar, sehingga menekan volatilitas *return* saham. Menurut (OJK, 2018), komisaris independen berperan penting dalam pengambilan keputusan perusahaan dengan memastikan evaluasi kinerja eksekutif yang objektif, menetapkan remunerasi yang adil bagi eksekutif dan komisaris, meninjau laporan keuangan untuk menjamin transparansi, serta membantu menyelesaikan konflik korporasi. Keberadaan mereka memberikan jaminan tambahan bagi investor bahwa keputusan Dewan Komisaris bebas dari bias, sehingga meningkatkan kepercayaan pemegang saham. Keberadaan komisaris independen juga menurut (Alijoyo dan Zaini, 2004) bertujuan menciptakan iklim yang objektif dan seimbang antara kepentingan pemegang saham mayoritas, minoritas, dan *stakeholder* lainnya. Namun, menurut Sherif *et al* (2024), independensi dewan justru memiliki dampak positif terhadap volatilitas, yang berarti semakin banyak direktur independen dalam dewan, semakin tinggi volatilitas saham. Ini

bisa jadi karena direktur independen cenderung lebih aktif dalam menantang kebijakan manajemen, yang dapat menciptakan ketidakpastian di pasar.

Pengembangan Hipotesis

Jumlah Direktur dan Volatilitas *Return* Saham

Dewan yang beragam dari segi keahlian membantu pengambilan keputusan strategis yang lebih baik pada masa krisis. Hal ini meningkatkan efektivitas pengawasan dan respons terhadap tekanan pasar. Akibatnya, volatilitas saham dapat ditekan melalui tata kelola yang lebih kuat. Sejalan dengan Forbes & Milliken (1999) yang menyatakan jumlah direktur yang lebih besar memiliki keuntungan seperti berbagi manajemen, keahlian dan kapasitas untuk menentang keputusan tidak logis yang dibuat oleh CEO. Menurut Shahid dan Abbas (2019), tata kelola perusahaan yang baik meningkatkan kepercayaan investor dan keputusan investasi. Dewan yang lebih besar memperkuat pengawasan manajerial, meningkatkan transparansi dan akuntabilitas. Hal ini membantu menekan volatilitas saham dengan mengurangi ketidakpastian selama pandemi.

Ukuran dewan direksi memengaruhi volatilitas saham melalui tata kelola dan kualitas pengambilan keputusan. Dewan yang lebih besar dengan keahlian beragam meningkatkan pengawasan, transparansi, dan kepercayaan investor, sehingga menurunkan fluktuasi harga saham. Menurut Aloui & Jarboui (2018) sejalan dengan (Doku *et al* (2023) menyatakan ukuran dewan yang lebih besar cenderung menurunkan volatilitas saham karena menyediakan beragam keahlian untuk mengawasi manajemen, sesuai dengan *Resource Dependence Theory* dan keagenan. Sebaliknya, dewan kecil bisa meningkatkan volatilitas akibat keputusan yang cepat namun ekstrem dan lemahnya pengawasan terhadap kepentingan pemegang saham. Beberapa penelitian terdahulu menunjukkan bahwa ukuran dewan direksi berpengaruh negatif terhadap volatilitas *return* saham (Aliyah et al., 2024; Doku et al., 2023; Mezhoud et al., 2017; Sherif et al., 2024).

H1: Jumlah direktur berpengaruh negatif terhadap volatilitas *return* saham

Komisaris Independen dan Volatilitas *Return* Saham

Komisaris independen berfungsi sebagai pihak eksternal yang tidak memiliki keterkaitan langsung dengan manajemen perusahaan, sehingga mampu memberikan pengawasan yang objektif dan transparan terhadap kebijakan strategis perusahaan (OJK, 2018). Komisaris independen berperan penting dalam menekan volatilitas *return* saham,

terutama saat krisis seperti pandemi COVID-19, dengan memastikan pengambilan keputusan yang berkualitas dan sesuai prinsip tata kelola, sehingga meningkatkan kepercayaan investor dan mengurangi ketidakpastian pasar. Komisaris independen berperan dalam menciptakan suasana yang objektif dan independen dalam pengawasan perusahaan. Mereka juga berfungsi untuk menjaga keadilan serta menyeimbangkan kepentingan antara pemegang saham mayoritas, pemegang saham minoritas, dan pihak-pihak berkepentingan lainnya (Alijoyo dan Zaini, 2004). Komisaris independen yang aktif dan kompeten memperkuat kontrol internal perusahaan, memastikan kepatuhan terhadap prinsip kehati-hatian dan transparansi selama pandemi. Peran ini membantu menjaga stabilitas kinerja saham dan melindungi dari fluktuasi harga yang berlebihan di tengah krisis.

Berdasarkan teori agensi, monitoring yang baik dapat mencegah kesalahan dalam pengelolaan keuangan, mengurangi masalah keagenan, dan membantu perusahaan mencapai tujuannya serta meningkatkan kinerja keuangan. (Jensen & Meckling, 1976). Semakin banyak komisaris independen, semakin kuat pengawasan terhadap manajemen, sehingga masalah agensi berkurang dan kinerja perusahaan meningkat. Kehadiran mereka juga memperkuat kontrol, serta memastikan kepatuhan terhadap standar, transparansi, dan akuntabilitas (Zulfikar *et al.*, 2020), dengan demikian akan memberikan kepercayaan kepada investor dan mengurangi volatilitas saham pada masa krisis.

H2: Komisaris independen berpengaruh negatif terhadap volatilitas *return* saham

Profitabilitas dan Volatilitas *Return* Saham

Profitabilitas, yang sering diukur menggunakan indikator seperti *Return on Assets* (ROA), mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dimilikinya. Laba mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas positif dari bisnis untuk didistribusikan dan diinvestasikan (Hewamana *et al.*, 2022). Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap volatilitas *return* saham, terutama saat pandemi COVID-19 ketika ketidakpastian pasar tinggi. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi menunjukkan ketahanan dan kinerja keuangan yang baik, memberikan sinyal positif kepada investor dan menurunkan tekanan jual beli yang tidak rasional, sehingga menekan volatilitas. Sebaliknya, profitabilitas rendah meningkatkan kekhawatiran investor terhadap keberlangsungan bisnis, memicu

fluktuasi harga saham yang lebih besar. Oleh karena itu, profitabilitas menjadi faktor penting dalam persepsi risiko investor dan stabilitas harga saham selama krisis. Sesuai dengan (Aloui & Jarboui, 2018) yang menemukan ROA berpengaruh negatif terhadap *stock return volatility*. ROA dapat meningkatkan kepercayaan investor dan mengurangi tekanan jual beli, sehingga menurunkan volatilitas *return* saham

H3: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap volatilitas *return* saham

Struktur Modal dan Volatilitas *Return* Saham

Leverage merupakan rasio yang mencerminkan sejauh mana perusahaan mengandalkan pembiayaan dari sumber eksternal, khususnya utang, untuk mendukung kegiatan operasionalnya. Dalam konteks pertumbuhan usaha, perusahaan umumnya melakukan ekspansi guna meningkatkan kinerja keuangan, yang secara langsung mendorong peningkatan aktivitas operasional. Namun, peningkatan aktivitas tersebut juga menyebabkan peningkatan kebutuhan dana operasional. Oleh karena itu, perusahaan cenderung menggunakan *leverage* sebagai alternatif pembiayaan. Berdasarkan hal tersebut, dapat diasumsikan bahwa semakin tinggi *leverage* yang dimiliki perusahaan, maka semakin besar pula risiko keuangan yang ditanggung, yang pada akhirnya dapat memengaruhi ketahanan perusahaan dalam menghadapi tekanan ekonomi (Aliyah *et al.*, 2024).

Perusahaan dengan *leverage* tinggi lebih rentan terhadap risiko keuangan selama krisis karena tetap harus memenuhi kewajiban utang meski pendapatan menurun. Hal ini meningkatkan risiko kebangkrutan, memicu aksi jual, dan memperbesar volatilitas *return* saham. Sebaliknya, *leverage* rendah memberikan fleksibilitas keuangan yang lebih besar dan sinyal stabilitas bagi investor. Dengan demikian, *leverage* menjadi faktor penting yang memengaruhi volatilitas *return* saham selama pandemi COVID-19. Tingkat utang yang tinggi menandakan risiko keuangan bagi investor. Perusahaan dengan beban utang besar menghadapi risiko kesulitan keuangan dan cenderung memprioritaskan pembayaran utang daripada dividen. Akibatnya, investor merespons negatif, yang tercermin dalam tingginya ketidakstabilan harga saham. Hal ini sesuai dengan Aloui & Jarboui (2018) dan Sari & Zaitul (2024)

H4: *Leverage* berpengaruh positif terhadap volatilitas *return* saham

Ukuran Perusahaan dan Volatilitas *Return Saham*

Saham perusahaan kecil lebih likuid dibandingkan perusahaan besar, sehingga harga sahamnya lebih fluktuatif (Sutrisno, 2020). Perusahaan besar umumnya memiliki sumber daya dan jaringan distribusi yang lebih luas, serta kemampuan manajemen risiko yang lebih baik. Hal ini meningkatkan kepercayaan investor dan mengurangi volatilitas saham. Selain itu, perusahaan besar juga lebih mudah mengakses pembiayaan eksternal dan memiliki hubungan yang kuat dengan pemangku kepentingan, sehingga lebih tahan terhadap guncangan ekonomi.

Perusahaan kecil dengan kapitalisasi pasar rendah cenderung lebih rentan terhadap dampak krisis karena keterbatasan finansial dan operasional. Ketergantungan pada pasar sempit dan tingginya ketidakpastian meningkatkan persepsi risiko investor, yang mendorong volatilitas harga saham. Dengan demikian, ukuran perusahaan menjadi faktor penting, di mana perusahaan besar cenderung mengalami volatilitas yang lebih rendah dibandingkan perusahaan kecil selama pandemi, sesuai dengan penelitian Aloui & Jarboui (2018).

H5: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap volatilitas *return* saham

Operating cash flow dan volatilitas *return* saham

Kas operasional adalah arus kas masuk dan keluar dari aktivitas utama perusahaan, seperti penjualan produk atau jasa serta pengeluaran operasional (Hanafi & Halim, 2018). *Cash flow* mencerminkan kesehatan keuangan perusahaan, kemampuan untuk membayar hutang dan persepsi pertumbuhan. Hutang juga mampu memprediksi *price crash risk* (Kim *et al* 2020). Jika *operating cash flow* rendah, investor mungkin khawatir tentang stabilitas dan prospek jangka panjang perusahaan, yang dapat menyebabkan volatilitas saham lebih besar.

Operating cash flow (OCF) berpengaruh terhadap volatilitas *return* saham karena mencerminkan stabilitas keuangan dan ketidakpastian bisnis suatu perusahaan. Disamping itu *operating cash flow* yang tinggi akan menurunkan probabilitas terjadinya kebangkrutan (Phan *et al.*, 2022) (Suryani & Aminah, 2023). Perusahaan dengan OCF yang stabil cenderung memiliki volatilitas *return* saham yang lebih rendah karena meningkatkan kepercayaan investor terhadap kelangsungan usaha. Sebaliknya, OCF yang rendah menimbulkan ketidakpastian dan memicu reaksi pasar yang lebih besar.

OCF yang kuat juga memberi fleksibilitas keuangan, seperti untuk membayar dividen atau mengurangi utang, sehingga membantu meredam fluktuasi harga saham.

H6: Operating cash flow berpengaruh negatif terhadap volatilitas *return* saham

METODE PENELITIAN

Obyek dan sampel penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia melalui laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan 2019-2020. Obyek penelitian dalam penelitian ini perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* (Sekaran & Bougie, 2016). Data perusahaan yang memenuhi kriteria ada 510 perusahaan Adapun kriteria perusahaan yang dijadikan sampel sebagai berikut:

1. Memiliki informasi lengkap selama tahun 2019-2020
2. Saham yang aktif diperdagangkan.
3. Tidak memiliki ekuitas negatif
4. Harga saham lebih dari Rp 50 pada akhir tahun 2019

Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder dengan pengumpulan data menggunakan dokumentasi. Data harga saham tahun 2020 diperoleh dari <https://finance.yahoo.com>. Data keuangan, karakteristik dan variabel *corporate governance* perusahaan yang *listed* di Bursa efek Indonesia tahun 2019 diperoleh dari <https://idx.co.id>.

Definisi operasional dan pengukuran variabel

1. Variabel dependen

Volatility (VOL)

Volatility return saham adalah tingkat variasi atau fluktuasi *return* saham dalam periode tertentu, yang diukur dengan standar deviasi *return* (Aloui & Jarboui, 2018).

$VOL = \text{standar deviasi } return \text{ saham harian}$

2. Variabel Independen

- a. Komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang bebas dari hubungan kepentingan dengan pemilik maupun manajemen perusahaan, sesuai ketentuan OJK

$$\text{Komisaris independen} = \frac{\text{Jumlah komisaris independen}}{\text{Jumlah komisaris}}$$

b. Ukuran direktur berdasarkan jumlah direktur perusahaan. (Aliyah et al., 2024; Ayu & Sumadi, 2019)

Jumlah direktur = Ln jumlah direktur

c. *Return on Asset* (ROA)

Return on Asset adalah kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan dari aset yang dimilikinya. Dalam penelitian ini laba diukur dengan ROA. (Mezhoud et al., 2017; Sherif et al., 2024).

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

d. *Leverage* (LEV)

Debt to Asset Ratio adalah rasio yang dihitung dengan membagi total utang dengan total aset untuk menunjukkan proporsi aset yang dibiayai oleh utang (Aloui & Jarboui, 2018; Le, 2024; Sherif et al., 2024).

$$ROA = \frac{\text{Hutang}}{\text{Total Aset}}$$

e. Ukuran perusahaan (SIZE)

Ukuran perusahaan berdasarkan jumlah aset yang dimiliki perusahaan (Aloui & Jarboui, 2018; Sherif et al., 2024).

Ln Size = Ln Aset

f. *Cash flow* (CF)

Cash Flow adalah perbandingan aliran kas operasi dengan total aset (Phan et al., 2022).

$$CF = \frac{\text{Aliran kas operasi}}{\text{Total Aset}}$$

Analisis Data

Analisis data dilakukan dengan menggunakan regresi linier berganda pada data *cross-section*. Untuk mengatasi potensi heteroskedastisitas, estimasi dilakukan dengan menggunakan *robust standard error*, sehingga masalah heteroskedastisitas tidak memengaruhi validitas hasil. Sementara itu, autokorelasi tidak menjadi isu yang relevan dalam data *cross-section*. Oleh karena itu, pengujian asumsi klasik difokuskan pada deteksi multikolinearitas. Seluruh proses analisis dilakukan dengan bantuan *software* STATA versi 17.

HASIL PENELITIAN DAN DISKUSI

Bagian ini menyajikan hasil penelitian yang meliputi statistik deskriptif untuk memberikan gambaran umum data, dilanjutkan dengan pengujian hipotesis guna menguji hubungan antar variabel yang telah dirumuskan sebelumnya. Selanjutnya, pembahasan dilakukan untuk menginterpretasikan hasil pengujian, mengaitkannya dengan teori serta temuan dari penelitian terdahulu, guna memberikan pemahaman yang lebih mendalam terhadap fenomena yang diteliti..

Statistik Deskriptif

Tabel 1, menunjukkan statistik deskriptif yang meliputi variabel dependen yaitu volatilitas *return* saham tahun 2020 sedangkan variabel independen meliputi *corporate governance* (jumlah direktur dan komisaris independen) dan *financial capability* (profitabilitas, *leverage*, *operating cash flow* dan ukuran perusahaan) tahun 2019. Perusahaan yang memenuhi kriteria pengambilan sampel ada 510 perusahaan.

Volatilitas *return* saham memiliki rata-rata 0,0405 dan standar deviasi 0,0150, dengan nilai minimum 0,0072 dan maksimum 0,0918. Ini menunjukkan adanya perbedaan tingkat volatilitas saham antar perusahaan, dari yang sangat stabil hingga sangat fluktuatif. Komisaris independen rata-ratanya 0,4380, artinya sekitar 43,8% komisaris independen. Nilai minimum 28% sedangkan nilai maksimum 100%. Jumlah direktur memiliki rata-rata log sebesar 1,4364, dengan nilai minimum 0,6931 dan maksimum 2,7081, menunjukkan variasi dalam jumlah anggota dewan direksi. ROA menunjukkan rata-rata profitabilitas sebesar 0,0309. Nilai minimum -0,6761 menandakan kerugian besar, sedangkan maksimum 0,4163 menunjukkan profitabilitas tinggi. *Leverage* memiliki rata-rata 1,6504, namun standar deviasi 2,4833 yang lebih besar dari rata-ratanya menunjukkan sebaran data yang luas. Nilai minimum 0,0006 menunjukkan perusahaan tanpa hampir utang, sedangkan maksimum 35,4656 mencerminkan *leverage* yang sangat tinggi. OCF rata-ratanya 0,0458, tetapi dengan standar deviasi 0,1301 dan nilai minimum -1,3588 hingga maksimum 0,9213, menunjukkan perbedaan besar dalam arus kas operasi, dari negatif besar hingga positif. SIZE atau ukuran perusahaan, diukur dengan $\ln$ aset, memiliki rata-rata 28,2466, dengan minimum 23,8294 dan maksimum 34,3353, mencerminkan keberagaman ukuran perusahaan dalam sampel.

Persamaan Regresi

Persamaan regresi berdasarkan Tabel 3, sebagai berikut:

$$\text{VOL} = 0.0903 - 0.0046\text{DIR} - 0.0013\text{KOM} - 0.0208\text{ROA} + 0.0008\text{LEV} - 0.0098\text{OCF} - 0.0015\text{SIZE} + \varepsilon$$

Keterangan variabel:

VOL = Volatilitas *return* saham (variabel dependen)

DIR = Jumlah direktur

KOM = Persentase komisaris independen

ROA = *Return on Assets* (profitabilitas)

LEV = *Leverage* (rasio utang)

OCF = *Operating Cash Flow*

SIZE = Ukuran perusahaan

ε = *Error term*

Berdasarkan hasil regresi, nilai *intercept* sebesar 0,0903 menunjukkan bahwa jika seluruh variabel independen bernilai nol, maka volatilitas *return* saham diperkirakan sebesar 0,0903. Koefisien jumlah direktur (DIR) sebesar -0,0046 mengindikasikan bahwa setiap penambahan satu direktur dapat menurunkan volatilitas *return* saham sebesar 0,0046, yang mencerminkan peran penting dewan direksi dalam meningkatkan efektivitas pengawasan dan pengambilan keputusan strategis. Koefisien komisaris independen (KOM) sebesar -0,0013 menunjukkan adanya pengaruh negatif terhadap volatilitas. Selanjutnya, koefisien profitabilitas (ROA) sebesar -0,0208 menunjukkan bahwa peningkatan ROA sebesar 1% akan menurunkan volatilitas *return* saham sebesar 0,0208, menandakan bahwa kinerja keuangan yang kuat memberikan sinyal positif bagi investor dan menciptakan kestabilan harga saham. Sebaliknya, *leverage* (LEV) memiliki koefisien positif sebesar 0,0008, yang menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat utang perusahaan, semakin besar pula volatilitas *return* saham akibat meningkatnya risiko keuangan yang ditanggung perusahaan. *Operating cash flow* (OCF) menunjukkan koefisien -0,0098, artinya setiap peningkatan OCF sebesar satu unit akan menurunkan volatilitas sebesar 0,0098, yang menandakan bahwa stabilitas arus kas operasional memberikan keyakinan bagi investor terhadap kemampuan perusahaan bertahan dalam kondisi krisis. Terakhir, ukuran perusahaan (SIZE) memiliki koefisien -0,0015, menunjukkan bahwa perusahaan dengan skala yang lebih besar cenderung memiliki volatilitas saham yang lebih rendah.

Uji asumsi klasik

Pengujian hipotesis menggunakan regresi linier berganda dengan *robust standard error*, dengan demikian tidak menggunakan pengujian heteroskedastisitas. Uji asumsi klasik yang digunakan yaitu uji multikolinearitas. Uji multikolinearitas dilakukan menggunakan Variance Inflation Factor (VIF). Hasil Tabel 2. menunjukkan bahwa seluruh variabel memiliki nilai VIF antara 1,02 hingga 1,45, dengan nilai rata-rata sebesar 1,21. Karena seluruh nilai VIF berada jauh di bawah batas toleransi umum ($VIF < 10$), dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat indikasi multikolinearitas dalam model regresi, sehingga seluruh variabel independen layak untuk digunakan dalam analisis lebih lanjut.

Uji F dan uji T

Berdasarkan Tabel 3. Uji F pada hasil regresi menunjukkan nilai $F(6, 503) = 15,67$ dengan $\text{Prob} > F = 0,000$, yang mengindikasikan bahwa model yang dipergunakan fit, dengan tingkat signifikansi 1%. Nilai $R\text{-squared} = 0,1429$ menunjukkan bahwa 14,29% variasi dalam variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen dalam model, sementara sisanya dipengaruhi oleh faktor lain di luar model. Hasil ini mengkonfirmasi bahwa model regresi yang digunakan memiliki daya prediksi yang signifikan secara statistik.

Berdasarkan Tabel 4. jumlah direktur ($p = 0,011$), ROA ($p = 0,076$), OCF ($p = 0,045$) dan ukuran perusahaan ($p = 0,000$) koefisien negatif dan signifikan, yang berarti semakin banyak jumlah direktur, semakin tinggi ROA, semakin besar OCF dan semakin besar ukuran perusahaan maka volatilitas saham cenderung menurun. *Leverage* memiliki koefisien positif, menunjukkan bahwa semakin besar hutang perusahaan volatilitas saham yang lebih tinggi. Dengan demikian Hipotesis 1, Hipotesis 3, Hipotesis 4, Hipotesis 5, Hipotesis 6, **didukung**. Sementara itu, komisaris independen ($p = 0,808$), tidak signifikan. Komisaris independen tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap volatilitas saham. Hipotesis 2 tidak didukung.

Jumlah Direktur dan Volatilitas *Return* Saham

Jumlah direktur berpengaruh negatif signifikan terhadap volatilitas *return* saham, yang sejalan dengan konsep tata kelola perusahaan. Direktur yang lebih banyak dapat meningkatkan efektivitas pengambilan keputusan strategis, termasuk dalam pengelolaan risiko, yang pada akhirnya memengaruhi volatilitas saham. Temuan ini mendukung

argumen bahwa struktur dewan direksi yang lebih besar dapat meningkatkan pengawasan dan mitigasi risiko, sehingga berdampak langsung pada pergerakan harga saham di pasar. Jumlah direktur dalam dewan direksi memiliki implikasi signifikan terhadap volatilitas saham, terutama selama masa pandemi COVID-19, yang ditandai dengan ketidakpastian pasar yang tinggi dan tekanan ekonomi global. Dalam situasi krisis ini, dewan direksi yang terdiri dari individu dengan latar belakang dan keahlian yang beragam dapat berkontribusi dalam pengambilan keputusan strategis yang lebih komprehensif, termasuk dalam merespons dampak pandemi terhadap operasional perusahaan. Sejalan dengan Forbes & Milliken (1999) yang menyatakan jumlah direktur yang lebih besar memiliki keuntungan seperti berbagi manajemen, keahlian dan kapasitas untuk menentang keputusan tidak logis yang dibuat oleh CEO. Menurut Shahid dan Abbas (2019) tata kelola perusahaan meningkatkan kepercayaan investor dan berdampak positif pada keputusan investasi. Dewan yang lebih besar dapat memantau keputusan manajerial secara efektif, sehingga meningkatkan transparansi dan akuntabilitas dalam mitigasi risiko. Pengawasan yang baik menekan volatilitas saham dengan mengurangi ketidakpastian pasar terhadap ketahanan perusahaan selama pandemi.

Ukuran dewan direksi dapat memengaruhi volatilitas saham melalui mekanisme tata kelola perusahaan dan efektivitas pengambilan keputusan. Dewan yang lebih besar sering dikaitkan dengan volatilitas saham yang lebih rendah karena memiliki lebih banyak anggota dengan keahlian yang beragam, sehingga pengambilan keputusan menjadi lebih matang dan risiko perusahaan lebih terkendali. Selain itu, pengawasan yang lebih kuat dalam dewan besar dapat meningkatkan transparansi dan kepercayaan investor, yang pada akhirnya mengurangi fluktuasi harga saham (Aloui & Jarboui, 2018), sejalan dengan (Doku *et al* (2023) ukuran dewan direksi yang lebih besar berkorelasi dengan volatilitas saham yang lebih rendah disebabkan dewan yang lebih kecil lebih efektif dalam pengambilan keputusan strategis karena minimnya kendala koordinasi dan komunikasi. Berdasarkan teori ketergantungan sumber daya dan keagenan, perusahaan dengan dewan yang lebih besar memiliki lebih banyak keterampilan dan perspektif yang dapat membantu dalam pengawasan terhadap oportunisme manajerial, sementara dewan yang lebih kecil cenderung meningkatkan

volatilitas karena keputusan yang lebih cepat dan ekstrem serta kurangnya kapasitas pengawasan terhadap kepentingan pemegang saham

Hasil penelitian ini sejalan dengan (Mezhoud *et al.*, 2017) menemukan bahwa semakin besar *board size*, semakin rendah volatilitas *return* saham. Temuan serupa dikonfirmasi oleh (Aliyah *et al.*, 2024; Doku *et al.*, 2023; Sherif *et al.*, 2024) yang menyatakan bahwa ukuran dewan yang lebih besar dapat menurunkan volatilitas harga saham melalui pengawasan manajerial yang lebih efektif. Pengawasan yang ketat dari dewan yang lebih besar dapat meningkatkan transparansi dan akuntabilitas perusahaan, sehingga mengurangi ketidakpastian pasar dan menekan fluktuasi harga saham.

Komisaris Independen dan Volatilitas *Return* Saham

Komisaris independen tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap volatilitas *return* saham, yang menunjukkan bahwa keberadaan dewan komisaris independen belum tentu mampu mengurangi ketidakpastian pasar. Meskipun secara teori komisaris independen bertugas untuk meningkatkan efektivitas pengawasan, dalam praktiknya pengaruh mereka terhadap pergerakan harga saham masih bergantung pada faktor lain seperti transparansi informasi dan efektivitas implementasi tata kelola perusahaan. Sejalan dengan Doku *et al* (2023) yang menyatakan bahwa menambah anggota dewan independen tidak cukup untuk mengurangi volatilitas saham, kemungkinan karena tingginya asimetri informasi antara anggota dewan eksternal dan internal. Hal ini tidak sesuai dengan Zulfikar *et al* (2020) yang menyatakan semakin banyak anggota komisaris independen maka semakin baik pengawasan terhadap perilaku oportunistis manajemen maka semakin baik pengendalian yang dilakukan manajemen dalam mengelola perusahaan sehingga akan mengurangi masalah agensi dan dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Kehadiran komisaris independen meningkatkan pengawasan manajemen, memperkuat kontrol keputusan, serta memastikan kepatuhan terhadap standar, transparansi, dan akuntabilitas perusahaan.

Menurut Aliyah *et al* (2024) komisaris independen tidak signifikan dalam memengaruhi volatilitas *return* saham karena perannya yang terbatas sebagai dewan pengawas tanpa kewenangan langsung dalam pengambilan keputusan strategis yang dapat memengaruhi pergerakan harga saham. Meskipun keberadaan komisaris independen bertujuan untuk meningkatkan independensi dan akuntabilitas perusahaan

melalui fungsi pengawasan pada pelaporan keuangan, rendahnya pemahaman terhadap pentingnya *Good Corporate Governance* menyebabkan efektivitasnya menjadi terbatas.

Profitabilitas dan Volatilitas *Return Saham*

Return on Assets (ROA) juga terbukti memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap volatilitas *return* saham, yang mengindikasikan bahwa profitabilitas perusahaan memainkan peran penting dalam menentukan ekspektasi investor terhadap kinerja masa depan. Perusahaan dengan ROA tinggi cenderung memiliki fundamental yang kuat. Hal ini sejalan dengan temuan penelitian sebelumnya yang menunjukkan adanya hubungan antara profitabilitas dan fluktuasi harga saham, meskipun dengan hasil yang bervariasi tergantung pada sektor industri dan kondisi pasar. Sesuai dengan Aloui & Jarboui (2018), ROA berpengaruh negatif terhadap stock *return* volatility. ROA dapat meningkatkan kepercayaan investor dan mengurangi tekanan jual beli yang tidak rasional, sehingga menurunkan volatilitas *return* saham

Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari asetnya serta mencerminkan potensi arus kas positif untuk distribusi dan investasi (Hewamana *et al.*, 2022). Profitabilitas memiliki pengaruh signifikan terhadap volatilitas *return* saham, terutama pada masa pandemi COVID-19, ketika ketidakpastian ekonomi dan tekanan pasar mencapai tingkat yang sangat tinggi. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi menunjukkan kinerja keuangan yang kuat, yang dapat memberikan sinyal positif kepada investor tentang kemampuan perusahaan untuk bertahan dan tetap operasional di tengah kondisi krisis. Hal ini dapat meningkatkan kepercayaan investor dan mengurangi tekanan jual beli yang tidak rasional, sehingga menurunkan volatilitas *return* saham. Perusahaan dengan profitabilitas rendah lebih rentan terhadap tekanan eksternal selama pandemi karena ketidakmampuan menghasilkan laba menimbulkan kekhawatiran investor akan kelangsungan bisnis. Hal ini meningkatkan persepsi risiko dan fluktuasi harga saham, menjadikan profitabilitas faktor kunci dalam menentukan volatilitas *return* saham di masa krisis.

Struktur Modal dan Volatilitas *Return Saham*

Ketika nilai hutang besar maka beban perusahaan ini akan menimbulkan resiko kredit yang cukup berisiko pada keberlangsungan perusahaan (Anila *et al.*, 2023). *Leverage* memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap volatilitas *return* saham, terutama selama masa pandemi COVID-19, ketika ketidakpastian ekonomi dan tekanan

pasar mencapai puncaknya. *Leverage*, yang sering diukur menggunakan rasio utang terhadap ekuitas mencerminkan sejauh mana perusahaan bergantung pada pendanaan berbasis utang dalam struktur modalnya. Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi cenderung lebih rentan terhadap risiko keuangan selama masa krisis, karena kewajiban pembayaran bunga dan pokok utang tetap harus dipenuhi meskipun pendapatan operasional mengalami tekanan. Hal ini meningkatkan risiko kebangkrutan atau default, yang pada gilirannya dapat memperburuk persepsi risiko investor, memicu aksi jual, dan meningkatkan volatilitas *return* saham.

Hutang yang tinggi meningkatkan risiko perusahaan (Meliza *et al.*, 2024), sebaliknya, perusahaan dengan tingkat *leverage* yang rendah memiliki fleksibilitas keuangan yang lebih besar untuk menghadapi tekanan ekonomi yang timbul selama pandemi. Dengan kewajiban utang yang lebih kecil, perusahaan dapat mengalokasikan sumber daya secara lebih optimal untuk mendukung keberlanjutan operasionalnya. Kondisi ini memberikan sinyal stabilitas kepada investor, mengurangi ketidakpastian pasar, dan menekan fluktuasi harga saham. Dengan demikian, *leverage* menjadi salah satu faktor kunci yang memengaruhi volatilitas *return* saham pada masa pandemi COVID-19, di mana tingkat *leverage* yang tinggi cenderung memperbesar fluktuasi, sedangkan *leverage* yang rendah dapat berkontribusi pada stabilitas harga saham.

Leverage memengaruhi volatilitas harga saham, di mana tingkat utang yang tinggi menandakan risiko keuangan bagi investor. Perusahaan dengan beban utang besar menghadapi risiko kesulitan keuangan dan cenderung memprioritaskan pembayaran utang daripada dividen. Akibatnya, investor merespons negatif, yang tercermin dalam tingginya ketidakstabilan harga saham. Hal ini sesuai dengan (Aloui & Jarboui, 2018; Sari & Zaitul, 2024)

Ukuran Perusahaan dan Volatilitas *Return* Saham

Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar dan kepemilikan aset yang tinggi cenderung mengalami volatilitas *return* saham yang lebih rendah dibandingkan perusahaan berukuran kecil, sehingga menunjukkan adanya pengaruh ukuran perusahaan terhadap tingkat volatilitas tersebut. Hal ini dapat dijelaskan oleh likuiditas yang lebih tinggi dan stabilitas operasional perusahaan besar, yang membuat investor lebih percaya diri terhadap prospek bisnisnya. Dengan demikian, perusahaan yang lebih besar cenderung mengalami pergerakan harga saham yang lebih stabil dibandingkan

perusahaan kecil yang lebih rentan terhadap perubahan eksternal. Saham perusahaan kecil lebih likuid dibandingkan perusahaan besar, sehingga harga sahamnya lebih fluktuatif (Sutrisno, 2020).

Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar biasanya memiliki sumber daya yang lebih besar, baik dalam hal finansial maupun operasional, serta jaringan distribusi yang lebih luas, yang memungkinkan mereka untuk bertahan lebih baik dalam kondisi pasar yang tidak pasti. Selama krisis seperti pandemi COVID-19, perusahaan besar sering kali memiliki kapasitas untuk mengelola risiko lebih efektif melalui diversifikasi sumber pendapatan dan kontrol yang lebih kuat terhadap rantai pasok. Stabilitas ini cenderung memberikan kepercayaan lebih kepada investor, yang pada gilirannya dapat mengurangi volatilitas *return* saham. Selain itu, perusahaan besar biasanya lebih mudah mengakses pembiayaan eksternal dan memiliki hubungan yang lebih kuat dengan pemangku kepentingan, yang meningkatkan ketahanan mereka terhadap guncangan ekonomi.

Sebaliknya, perusahaan kecil yang memiliki kapitalisasi pasar lebih rendah cenderung lebih rentan terhadap dampak negatif krisis seperti pandemi, karena mereka sering kali memiliki kapasitas finansial dan operasional yang lebih terbatas. Ketergantungan pada pasar domestik atau segmen pasar yang lebih sempit membuat mereka lebih mudah terdampak oleh penurunan permintaan atau gangguan operasional. Ketidakpastian yang lebih tinggi terkait kemampuan perusahaan kecil untuk bertahan dalam situasi krisis meningkatkan persepsi risiko investor, yang dapat memperburuk volatilitas harga saham mereka. Oleh karena itu, ukuran perusahaan berfungsi sebagai faktor penting dalam menentukan tingkat volatilitas *return* saham, sesuai dengan penelitian Aloui & Jarboui (2018).

Operating Cash Flow dan Volatilitas *Return* Saham

Kas operasional adalah arus kas masuk dan keluar dari aktivitas bisnis utama seperti produksi, penjualan, dan pengeluaran operasional (Hanafi & Halim, 2018). *Cash flow* mencerminkan kesehatan keuangan perusahaan, kemampuan untuk membayar hutang dan persepsi pertumbuhan. Hutang juga mampu memprediksi *price crash risk* (Kim *et al* 2020). Jika *operating cash flow* rendah, investor mungkin khawatir tentang stabilitas dan prospek jangka panjang perusahaan, yang dapat menyebabkan volatilitas saham lebih besar.

Operating cash flow (OCF) berpengaruh terhadap volatilitas *return* saham karena mencerminkan stabilitas keuangan dan ketidakpastian bisnis suatu perusahaan. Disamping itu *operating cash flow* yang tinggi akan menurunkan probabilitas terjadinya kebangkrutan (Phan et al., 2022; Suryani & Aminah, 2023). Perusahaan dengan OCF yang stabil cenderung memiliki volatilitas *return* saham yang lebih rendah karena investor lebih percaya diri terhadap keberlanjutan operasional dan profitabilitasnya. Sebaliknya, OCF yang rendah dapat meningkatkan ketidakpastian, membuat investor lebih reaktif, sehingga memperbesar volatilitas saham. OCF yang kuat juga memberikan fleksibilitas keuangan, memungkinkan perusahaan untuk membayar dividen, melakukan *buyback* saham, atau mengurangi ketergantungan pada pembiayaan eksternal, yang dapat meredam volatilitas *return* saham. Oleh karena itu, OCF yang sehat sering kali dikaitkan dengan risiko yang lebih rendah dan pergerakan harga saham yang lebih stabil

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian determinan volatilitas *return* saham yang terdiri dari *corporate governance* (jumlah direktur dan prosentase komisaris independen) dan *financial capacity* (profitabilitas, *leverage*, *operating cash flow*, ukuran perusahaan) dengan menggunakan data perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia tahun 2019 dan 2020. Kesimpulan hasil penelitian sebagai berikut:

1. Ukuran dewan direksi yang lebih besar menurunkan volatilitas *return* saham karena meningkatkan efektivitas pengawasan dan pengambilan keputusan strategis. Selama pandemi, keberagaman keahlian dalam dewan membantu mitigasi risiko. Hal ini memperkuat kepercayaan investor dan menekan ketidakpastian pasar.
2. Keberadaan komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap volatilitas saham. Efektivitas pengawasan masih terbatas karena perannya hanya sebagai pengawas. Tingginya asimetri informasi dan lemahnya implementasi GCG memengaruhi peran mereka. Perlu peningkatan kapabilitas dan pemahaman fungsi pengawasan untuk hasil optimal.
3. Profitabilitas yang tinggi mengurangi volatilitas karena memberi sinyal keuangan yang kuat. Investor lebih percaya terhadap perusahaan yang mampu bertahan dalam krisis. Sebaliknya, ROA rendah meningkatkan persepsi risiko dan fluktuasi harga saham. Profitabilitas menjadi indikator penting dalam menentukan kestabilan *return* saham.

4. *Leverage* tinggi meningkatkan volatilitas *return* saham karena tingginya risiko keuangan. Selama krisis, beban utang dapat memperburuk persepsi investor dan mendorong aksi jual. Sebaliknya, *leverage* rendah memberi fleksibilitas keuangan dan sinyal stabilitas. Struktur modal yang sehat membantu perusahaan menjaga harga saham tetap stabil.
5. Perusahaan besar cenderung memiliki volatilitas saham yang lebih rendah. Likuiditas tinggi dan kapasitas pengelolaan risiko menjadi faktor penenang pasar. Sebaliknya, perusahaan kecil lebih rentan terhadap perubahan eksternal dan krisis.
6. *Operating Cash Flow* yang tinggi menurunkan volatilitas karena mencerminkan stabilitas arus kas. Investor melihat OCF sebagai sinyal kesehatan keuangan dan potensi pertumbuhan. OCF rendah meningkatkan ketidakpastian dan potensi kebangkrutan perusahaan. Dengan OCF yang kuat, perusahaan memiliki fleksibilitas keuangan yang lebih besar sehingga meredam volatilitas *return* saham.

Penelitian ini memberikan implikasi praktis bagi manajemen perusahaan, investor, dan regulator. Temuan menunjukkan bahwa struktur dewan direksi yang lebih besar, profitabilitas tinggi, *operating cash flow* yang kuat, serta ukuran perusahaan yang besar dapat menurunkan volatilitas *return* saham selama masa krisis. Oleh karena itu, perusahaan disarankan untuk memperkuat struktur tata kelola dan kapasitas keuangan guna meningkatkan stabilitas harga saham. Di sisi lain, *leverage* yang tinggi terbukti meningkatkan risiko volatilitas, sehingga penting bagi perusahaan untuk menjaga struktur modal yang sehat.

Keterbatasan penelitian ini, *Pertama*, penggunaan data dalam periode yang terbatas, yaitu hanya mencakup tahun 2019–2020, dapat membatasi generalisasi temuan, terutama karena periode tersebut merupakan masa krisis akibat pandemi COVID-19 yang bersifat tidak normal. Oleh karena itu, disarankan agar penelitian selanjutnya memperluas cakupan waktu analisis dengan memasukkan periode sebelum dan sesudah krisis, sehingga dapat memberikan gambaran yang lebih menyeluruh mengenai dinamika variabel yang diteliti dalam kondisi ekonomi yang berbeda. *Kedua*, variabel corporate governance yang digunakan dalam penelitian ini belum mencakup seluruh aspek penting tata kelola perusahaan. Dimensi-dimensi seperti kepemilikan institusional, keberadaan komite audit, frekuensi rapat dewan komisaris, transparansi laporan keuangan, serta kualitas audit eksternal memiliki potensi besar dalam memengaruhi

ketahanan dan kinerja perusahaan, khususnya dalam menghadapi krisis. Oleh karena itu, perluasan dimensi tata kelola perusahaan dalam penelitian lanjutan sangat dianjurkan untuk memperoleh pemahaman yang lebih utuh dan akurat. *Ketiga*, penelitian ini belum mempertimbangkan perbedaan sektor industri yang dapat menyebabkan variasi dalam pengaruh variabel-variabel yang dikaji. Tiap sektor industri memiliki karakteristik, risiko, dan tingkat sensitivitas terhadap guncangan ekonomi yang berbeda. Misalnya, sektor kesehatan dan teknologi cenderung lebih tangguh saat krisis, sementara sektor pariwisata dan transportasi mengalami tekanan berat. Oleh karena itu, pendekatan sektoral dalam penelitian selanjutnya sangat penting untuk mengidentifikasi pengaruh variabel dengan lebih spesifik dan relevan terhadap konteks industrinya masing-masing. Dengan mempertimbangkan keterbatasan-keterbatasan tersebut, penelitian di masa depan diharapkan dapat memberikan kontribusi yang lebih kaya dan aplikatif dalam memahami peran tata kelola perusahaan dan faktor lainnya dalam menentukan volatilitas *return* saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Alijoyo dan Zaini, A. S. (2004). *Komisaris Independen Penggerak Praktek GCG di Perusahaan*. Pt Indeks.
- Aliyah, Kusumawardhani, R., & Prima Sari, P. (2024). The Effect of Good Corporate Governance on Stock Return Volatility During the Covid-19 Pandemic on Tourism Companies Listed on The Indonesia Stock Exchange in 2019-2022. *Journal of Management, Economic and Financial*, 2(1), 1–12.
- Aloui, M., & Jarboui, A. (2018). The effects of corporate governance on the stock return volatility: During the financial crisis. *International Journal of Law and Management*, 60(2), 478–495. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-01-2017-0010>
- Anila, K. M., Inayati, T., & Fatimah, F. (2023). Pengaruh Leverage dan Profitabilitas terhadap Volatilitas Harga Saham dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening Sebelum dan Selama Covid-19. *Owner*, 7(3), 2234–2245. <https://doi.org/10.33395/owner.v7i3.1514>
- Ayu, P. C., & Sumadi, N. K. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Kepemilikan Manajerial, Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan. *Widya Akuntansi Dan Keuangan*, 87–104. <https://doi.org/10.34010/jemba.v1i2.6091>
- Bae, K. H., Baek, J. S., Kang, J. K., & Liu, W. L. (2012). Do controlling shareholders' expropriation incentives imply a link between corporate governance and firm value? Theory and evidence. *Journal of Financial Economics*, 105(2), 412–435. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.02.007>
- Dewi, R. M., Anggraeni, L., & Irawan, T. (2023). Indonesian Stock Market Return Volatility and Foreign Portfolio Capital: Evidence Before and During Covid-19 Pandemic. *Jurnal Aplikasi Bisnis Dan Manajemen*, 9(1), 152–162. <https://doi.org/10.17358/jabm.9.1.152>
- Doku, J. N., Abdul-Razak Borowa, H., Mohammed, I., & Attah-Botchwey, E. (2023). Impact of corporate board size and board independence on stock returns volatility

- in Ghana. *Cogent Business and Management*, 10(2).
<https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2204597>
- Forbes, D. P., & Milliken, F. J. (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24(3), 489–505. <https://doi.org/10.5465/AMR.1999.2202133>
- Hanafi, M. M., & Halim, A. (2018). *Analisis informasi keuangan*. UPP STIM YKPN.
- Handayani, H., Muharam, H., Mawardi, W., & Robiyanto, R. (2018). Determinants of the Stock Price Volatility in the Indonesian Manufacturing Sector. *International Research Journal of Business Studies*, 11(3), 179–193.
<https://doi.org/10.21632/irjbs.11.3.179-193>
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. (2004). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *CFA Digest*, 34(1), 21–22. <https://doi.org/10.2469/dig.v34.n1.1410>
- Hewamana, R., Siriwardhane, D., & Rathnayake, A. (2022). Determinants of Stock Price Volatility: A Literature Review. *South Asian Journal of Finance*, 2(1), 28–55.
<https://doi.org/10.4038/sajf.v2i1.44>
- Hoang, H. V., Nguyen, C., & Nguyen, D. K. (2022). Corporate immunity, national culture and stock returns: Startups amid the COVID-19 pandemic. *International Review of Financial Analysis*, 79(November 2021), 101975.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101975>
- Huang, H. H., Chan, M. L., Huang, I. H., & Chang, C. H. (2011). Stock price volatility and overreaction in a political crisis: The effects of corporate governance and performance. *Pacific Basin Finance Journal*, 19(1), 1–20.
<https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2010.08.001>
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kim, J. B., Li, X., Luo, Y., & Wang, K. (2020). Foreign Investors, External Monitoring, and Stock Price Crash Risk. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 35(4), 829–853. <https://doi.org/10.1177/0148558X19843358>
- Le, L. Q. (2024). *Assessing the influence of corporate governance on stock return volatility in the Vietnam context*. 24(3), 119–139.
- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2002). The Economic Consequences of Increased Disclosure. *CFA Digest*, 32(1), 3–4. <https://doi.org/10.2469/dig.v32.n1.1001>
- Mazur, M., Dang, M., & Vega, M. (2021). COVID-19 and the march 2020 stock market crash. Evidence from S&P1500. *Finance Research Letters*, 38(march 2020), 101690. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101690>
- Meliza, Novitasari, & Citradika, D. P. (2024). PENGARUH STRUKTUR MODAL TERHADAP HARGA SAHAM JIMEA | Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen , Ekonomi , dan Akuntansi). *JIMEA | Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen , Ekonomi , dan Akuntansi)*, 8(2), 1–11.
- Mezhoud, M., Sghaier, A., & Boubaker, A. (2017). The Impact of Internal Governance Mechanisms on the Share Price Volatility of Listed Companies in Paris Stock Exchange. *Bulletin of Applied Economics*, 4(1), 1–12.
- Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The information content of stock markets:

- Why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 215–260. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(00\)00071-4](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(00)00071-4)
- Nofsinger, J. R. (2005). Social Mood and Financial Economics. *Journal of Behavioral Finance*, 6(3), 144–160. https://doi.org/10.1207/s15427579jpfm0603_4
- OJK. (2018). Indonesia Corporate Governance Manual, Second Edition. *Indonesia Corporate Governance Manual, Second Edition*. <https://doi.org/10.1596/30122>
- Phan, T. D., Hoang, T. T., & Tran, N. M. (2022). Cash flow and financial distress of private listed enterprises on the Vietnam stock market: A quantile regression approach. *Cogent Business and Management*, 9(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2121237>
- Pillai, R., & Al-Malkawi, H. A. N. (2018). On the relationship between corpoPillai, R., & Al-Malkawi, H. A. N. (2018). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.110>
- Puspitaningrum, D., & Atmini, S. (2012). Corporate Governance Mechanism and the Level of Internet Financial Reporting: Evidence from Indonesian Companies. *Procedia Economics and Finance*, 2(Af), 157–166. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(12\)00075-5](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(12)00075-5)
- Rogers, P., & Roberto Securato, J. (2009). Corporate governance and volatility in the capital markets: Brazil case study. *Corporate Ownership and Control*, 7(1 A), 43–54. <https://doi.org/10.22495/cocv7i1p4>
- Sari, D. M., & Zaitul, Z. (2024). Corporate Governance and Stock Return Volatility. *AKADEMIK: Jurnal Mahasiswa Ekonomi & Bisnis*, 4(2), 904–919. <https://doi.org/10.37481/jmeh.v4i2.790>
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). Research Method for Business Textbook: A Skill Building Approach. *John Wiley & Sons Ltd*.
- Setiawan, R., Handiliastawan, I., & Jafar, R. (2020). Commissioner board characteristics, ownership concentration, and corporate performance. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 24(2), 131–141. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v24i2.3827>
- Shahid, M. S., & Abbas, M. (2019). Does corporate governance play any role in investor confidence, corporate investment decisions relationship? Evidence from Pakistan and India. *Journal of Economics and Business*. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2019.03.003>
- Sharma, N. (2017). Corporate Governance Mechanisms in India. *International Journal of Advance Research and Development*, 2(5), 132–137.
- Sherif, M., El-Diftar, D., & Shahwan, T. (2024). Do Internal Corporate Governance Practices Influence Stock Price Volatility? Evidence from Egyptian Non-Financial Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(6). <https://doi.org/10.3390/jrfm17060243>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Suryani, A. P., & Aminah, W. (2023). Operating cash flow on financial distress. *JHSS (Journal of Humanities and Social Studies)*, 07(03), 755–761.
- Sutrisno, B. (2020). The Determinants of Stock Price Volatility in Indonesia. *EAJ (Economic and Accounting Journal)*, 3(1), 73–79.

- <https://doi.org/10.32493/eaj.v3i1.y2020.p73-79>
- Uddin, M., Chowdhury, A., Anderson, K., & Chaudhuri, K. (2021). The effect of COVID – 19 pandemic on global stock market volatility: Can economic strength help to manage the uncertainty? *Journal of Business Research*, 128(January), 31–44. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.01.061>
- Van Essen, M., Engelen, P. J., & Carney, M. (2013). Does “good” corporate governance help in a crisis? The impact of country- and firm-level governance mechanisms in the European financial crisis. *Corporate Governance: An International Review*, 21(3), 201–224. <https://doi.org/10.1111/corg.12010>
- Villanueva-Villar, M., Rivo-López, E., & Lago-Peñas, S. (2016). On the relationship between corporate governance and value creation in an economic crisis: Empirical evidence for the Spanish case. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(4), 233–245. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2016.06.002>
- Zulfikar, R., Lukviarman, N., Suhardjanto, D., Ismail, T., Astuti, K. D., & Meutia, M. (2020). Corporate governance compliance in banking industry: The role of the board. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 6(4), 1–18. <https://doi.org/10.3390/joitmc6040137>

GAMBAR, GRAFIK DAN TABEL

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
VOL	510	0.0405	0.0150	0.0072	0.0918
KOM	510	0.4380	0.1370	0.0000	1.0000
DIR	510	1.4364	0.4167	0.6931	2.7081
ROA	510	0.0309	0.0795	-0.6761	0.4163
LEV	510	1.6504	2.4833	0.0006	35.4656
OCF	510	0.0458	0.1301	-1.3588	0.9213
SIZE	510	28.2466	1.8805	23.8294	34.3353

Tabel 2. Uji Multikolinieritas

Variable	VIF	1/VIF
SIZE	1.45	0.6881
DIR	1.41	0.7104
ROA	1.19	0.8413
LEV	1.10	0.9075
OCF	1.07	0.9387
KOM	1.02	0.9776
Mean VIF	1.21	

Tabel 3. Uji F

F(6, 503)	15.67
Prob > F	0
R-squared	0.1429

Tabel 4. Uji t

		Robust			
VOL	Coefficient	std. err.	t	P>t	Keterangan
KOM	-0.0013	0.0054	-0.24	0.808	Tidak signifikan
DIR	-0.0046**	0.0018	-2.54	0.011	Signifikan
ROA	-0.0208*	0.0117	-1.78	0.076	Signifikan
LEV	0.0008***	0.0003	2.67	0.008	Signifikan
OCF	-0.0098**	0.0049	-2.01	0.045	Signifikan
SIZE	-0.0015***	0.0004	-4.00	0.000	Signifikan
_cons	0.0903***	0.0095	9.45	0.000	

* Signifikan pada taraf 10%

** Signifikan pada taraf 5%

*** signifikan pada taraf 1%