

**DAMPAK KINERJA KEUANGAN DALAM MEMEDIASI HUBUNGAN
CORPORATE GOVERNANCE DAN NILAI PERUSAHAAN**

Karina Safitri^a, Susi Handayani^b
Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Surabaya, Surabaya, Indonesia^a
Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Surabaya, Surabaya, Indonesia^b

ABSTRAK

Penelitian ini membahas mengenai hubungan yang terjadi antara tata kelola perusahaan dan nilai perusahaan yang dimediasi oleh kinerja keuangan pada perusahaan milik negara (BUMN) yang masuk dalam Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian (2011-2017). Sampel diambil menggunakan metode *purposive sampling*. Penelitian ini bertujuan untuk menguji keberhasilan kinerja keuangan dalam memediasi hubungan tata kelola perusahaan dengan nilai perusahaan melalui analisis jalur. Temuan menunjukkan bahwa hubungan tata kelola perusahaan dengan nilai perusahaan di perusahaan BUMN yang terdiri dari beberapa sektor perusahaan berhasil dimediasi oleh ROA. Penelitian ini mendukung adanya teori sinyal yang menjelaskan bahwa semua bentuk informasi yang terkait dengan perusahaan dapat menjadi sinyal bagi para pemangku kepentingan.

Kata Kunci: *Corporate Governance*; Kinerja Keuangan; Nilai Perusahaan.

**THE EFFECT OF FINANCIAL PERFORMANCE ON THE RELATIONSHIP OF CORPORATE
GOVERNANCE AND FIRM VALUE****ABSTRACT**

This study examines the impact of corporate governance on firm value mediated by financial performance in Indonesian state-owned companies which listed on the Indonesia Stock Exchange during the period 2011-2017. Samples were taken using a purposive sampling method. This study aims to examine the success of financial performance in mediating the relationship of corporate governance to firm value through path analysis. The results show that the relationship of corporate governance to firm value in state-owned companies which consist of several sectors of the company was successfully mediated by ROA. This research supports the existence of signal theory explaining that all forms of information related to the company can be a signal to stakeholders.

Keywords: *Corporate Governance; Financial Performance; Firm Value.*

PENDAHULUAN

Munculnya kasus PT Waskita Karya (Persero) Tbk sebagai perusahaan konstruksi milik negara menjadi bumerang bagi pemerintah (Rahadiana, 2009). Kelebihan pencatatan laba bersih sekitar Rp. 400 miliar pada 2004-2007 menjadi tolok ukur kurangnya penerapan prinsip *Corporate Governance*(CG). Kementerian Negara BUMN telah mengambil tindakan menonaktifkan tiga direktur PT Waskita Karya(Persero) Tbk sebagai bentuk tindak lanjut dalam kasus ini. Kasus ini terjadi saat ramainya perbincangan mengenai praktik penerapan prinsip CG pada UU No. 40 tahun 2007. Undang-undang tersebut berfokus pada pengoptimalan peran organ perusahaan dalam menjalankan perusahaan dengan berpegang pada prinsip CG. Dorongan dalam menerapkan prinsip CG dapat dilihat dari dua aspek, yaitu regulasi dan etika. Dorongan dari aspek peraturan mengharuskan entitas untuk patuh terhadap peraturan yang berlaku termasuk perusahaan milik negara (BUMN). Melalui PER-01/MBU/2011 tentang penerapan prinsip CG di perusahaan milik negara mengatakan bahwa perusahaan milik negara diharuskan untuk melakukan operasi perusahaan berdasarkan prinsip CG. Di sisi lain, ada dorongan etis yang menuntut kesadaran penerapan prinsip CG dalam menjalankan praktik bisnisnya. Dorongan peraturan dan etika adalah bentuk upaya pemerintah. Pemerintah berharap perusahaan milik negara memiliki daya saing yang kuat di era globalisasi ini.

Upaya awal pemerintah dalam mendorong penerapan prinsip CG yaitu dibentuknya KNKCG (Komite Nasional Kebijakan Tata Kelola Perusahaan) melalui KEP/31/M.EKUI/08/1999 yang kemudian diubah melalui KEP/49/M.EKON/11/2004 menjadi Komite Nasional Kebijakan Pemerintahan (KNKG) yang bertugas membuat pedoman CG. Ditambah dengan dukungan organisasi di bidang CG seperti Forum Tata Kelola Perusahaan di Indonesia (FCGI), Institut Tata Kelola Perusahaan Indonesia (IICG), dan Institut Indonesia untuk Corporate Directorship (IICD) dapat menjadi awal yang baik untuk mendorong penerapan prinsip CG. Meskipun hampir dua dekade reformasi tata kelola di Indonesia telah berlangsung (sejak 1999), penerapan prinsip CG di Indonesia relatif lambat

dibandingkan dengan negara-negara tetangga sebagaimana dibuktikan oleh Asian Scorecard Award Corporate Governance di 2nd ASEAN Corporate Governance (CG) Acara Penghargaan di Kuala Lumpur, Malaysia, Rabu 21 November 2018, hanya tiga emiten dari Indonesia yang termasuk dalam 50 perusahaan terbaik yang terdaftar di ASEAN.

Penerapan prinsip CG diharapkan dapat memecahkan masalah keagenan antara pemilik dan manajemen. Dalam teori agensi dijelaskan bahwa ada pendelegasian wewenang yang dibuat oleh pemilik kepada manajemen dalam mengambil keputusan ekonomi perusahaan. Delegasi wewenang didefinisikan sebagai kebebasan manajemen dalam menggunakan semua bentuk sumber daya perusahaan. Oleh karena itu, diperlukan prinsip CG yang dapat memberikan perlindungan kepada pemilik untuk mendapatkan informasi tentang operasi perusahaan sehingga dapat mengendalikan arah perusahaan untuk mencapai tujuan perusahaan. Kinerja didefinisikan sebagai hasil dari bisnis atau pekerjaan yang dapat diukur. Dalam hal ini, banyak peneliti menggunakan berbagai jenis rasio keuangan yang dapat dilihat dalam laporan keuangan. Kinerja keuangan juga dapat dianggap sebagai sinyal bagi investor yang akan mempengaruhi keputusannya dalam berinvestasi. Respons pasar terhadap sinyal ini akan berdampak pada harga saham yang erat kaitannya dengan nilai perusahaan. Nilai perusahaan adalah persepsi investor terhadap perusahaan. Namun, beberapa penelitian sebelumnya menemukan inkonsistenan hubungan yang terjadi antara praktik tata kelola perusahaan dan kinerja perusahaan. Teori kontingensi menjelaskan bahwa tidak ada sistem tata kelola yang dapat diterapkan pada semua kondisi perusahaan. Sistem hanya akan efektif di organisasi tertentu. Pendekatan kontingensi digunakan untuk mengetahui apakah penerapan prinsip CG akan memiliki dampak yang sama pada semua entitas karena ada banyak faktor situasional yang saling terkait.

KAJIAN PUSTAKA

Teori Agensi

Teori keagenan dicetuskan oleh Jensen dan Meckling pada tahun 1976 yang mengatakan bahwa hubungan keagenan adalah kontrak antara *principal* dan *agent* untuk melakukan beberapa pekerjaan dengan pertimbangan pendelegasian wewenang. Teori ini telah menjadi pusat perhatian untuk mendukung CG (Pillai & Al-Malkawi, 2018).

Teori Sinyal

Teori sinyal mengatakan bahwa semua bentuk informasi yang terkait dengan perusahaan dapat menjadi sinyal bagi pemangku kepentingan. Asimetri informasi yang terjadi antara pemilik dan manajemen dapat menyebabkan masalah keagenan (Pillai & Al-Malkawi, 2018). Oleh karena itu, manajemen diharuskan untuk mempublikasikan laporan keuangan sebagai bentuk tanggung jawab manajemen.

Teori Kontingensi

Teori Kontingensi menjelaskan tentang bagaimana seorang pemimpin dapat memimpin dalam berbagai jenis organisasi. Kinerja seorang pemimpin dapat dilihat dari pemahamannya tentang situasi dan kondisi di mana perusahaan mereka pimpin. Dalam hal ini, teori kontingensi menjelaskan bahwa CG tidak dapat diterapkan secara universal dan efektif untuk semua bentuk kondisi perusahaan karena faktor-faktor kontinjensi sulit untuk dilihat atau diramalkan (Nuswandari, 2009).

Corporate Governance

The Organization for Economic Corporation and Development (1999) mendefinisikan CG sebagai sistem yang mengarahkan dan mengendalikan jalannya perusahaan. Struktur tata kelola memberikan batasan yang jelas antara hak dan kewajiban untuk setiap kepentingan dan merinci prosedur dan aturan perusahaan untuk mencapai tujuan perusahaan. Sedangkan dalam penerapan prinsip-prinsip CG dijelaskan oleh Forum untuk Perusahaan di Indonesia (FCGI) bahwa ada lima prinsip dasar yang dapat dijadikan pedoman.

Kinerja Keuangan

Kinerja didefinisikan sebagai hasil dari bisnis atau pekerjaan yang dapat diukur. Tertius & Christiawan (2015) mengatakan rasio keuangan dapat mengukur efisiensi penggunaan sumber daya perusahaan dalam menghasilkan laba. Evaluasi kinerja perusahaan akan memberikan gambaran tentang efektivitas operasional perusahaan yang nantinya akan dipertimbangkan dalam menentukan strategi perusahaan untuk meningkatkan perusahaan dalam rangka mencapai tujuan perusahaan.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah deskripsi persepsi yang diberikan oleh investor terkait dengan hasil bisnis yang dapat menggambarkan kemakmuran pemegang saham (Santoso, 2017). Hal tersebut dapat dilihat dari harga saham perusahaan. Hasil operasi ini berdampak pada respons pasar. Hasil operasi didefinisikan sebagai kinerja keuangan. Jika perusahaan dapat menghasilkan laba tinggi, itu dapat menarik investor untuk berinvestasi yang akan berdampak pada harga saham.

Pengembangan Hipotesis

Prinsip CG dibuat dengan maksud untuk mencegah masalah keagenan yang disebabkan oleh pen delegasian wewenang. Masalah keagenan dapat diatasi dengan menyajikan informasi keuangan melalui laporan keuangan yang akan menjelaskan sejauh mana manajemen mencapai tujuan perusahaan. Kinerja perusahaan erat kaitannya dengan kinerja keuangan perusahaan. Berdasarkan penelitian sebelumnya, beberapa peneliti mengindikasikan bahwa ada hubungan positif antara CG dan kinerja keuangan. Pillai & Al-Malkawi (2018) menemukan bahwa CG signifikan secara statistik dengan kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA. Sama halnya dengan penelitian Rofina & Priyadi (2013) yang mengatakan bahwa CG berpengaruh terhadap NPM. Namun pernyataan ini ditentang oleh penelitian Sanchia & Zen (2015) mengatakan bahwa tidak ada dampak signifikan dari penerapan Tata Kelola Perusahaan yang baik yang terdiri dari Indeks Persepsi Tata Kelola Perusahaan (CGPI) pada kinerja perusahaan. Sejalan dengan penelitian Tertius & Christiawan (2015) yang menyatakan bahwa CG berpengaruh negatif terhadap ROA yang disebabkan oleh efektifitas penerapan prinsip CG. Begitu juga dengan penelitian Paniagua, Rivelles, & Sapena, (2018) yang mengatakan bahwa CG tidak berpengaruh terhadap ROE dan penelitian Yilmaz (2018) yang menegaskan bahwa salah satu alasan lemahnya hubungan penerapan CG terhadap kinerja yang diukur dengan rasio NPM adalah mekanisme tata kelola yang efektif. Dalam menilai kinerja keuangan perusahaan, dapat dilihat dari rasio keuangan perusahaan terkait (ukuran akuntansi), salah satunya adalah rasio profitabilitas yaitu ROA, ROE, dan NPM. Sebagaimana dijelaskan dalam teori sinyal bahwa semua bentuk informasi tentang perusahaan dapat menjadi sinyal bagi investor yang nantinya akan berdampak pada harga saham. Harga saham merupakan respons pasar terhadap berbagai informasi tentang perusahaan. Oleh karena itu, diharapkan bahwa pengungkapan kinerja keuangan perusahaan dari penerapan CG dapat berdampak pada harga saham perusahaan. Teori kontingensi menjelaskan bahwa CG tidak dapat diterapkan secara universal dan efektif untuk semua bentuk kondisi perusahaan. Pendekatan kontingensi digunakan untuk mengetahui apakah GCG akan selalu memiliki efek yang sama pada setiap kondisi perusahaan karena ada faktor-faktor situasional lain yang perlu dipertimbangkan. Berikut hipotesis yang diajukan:

H_{1a}: ROA dapat memediasi hubungan CG dengan nilai perusahaan

H_{1b}: ROE dapat memediasi hubungan CG dengan nilai perusahaan

H_{1c}: NPM dapat memediasi hubungan CG dengan nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Pendekatan Penelitian dan Pemilihan Sampel

Metodologi penelitian ini adalah metodologi kuantitatif yang menggunakan angka sebagai alat analisis untuk setiap variabel (Basuki, 2016). Data penelitian juga diklasifikasikan ke dalam data panel (Sriyana, 2014). Data penelitian ini terdiri dari 13 perusahaan sebagai objek penelitian untuk periode tujuh tahun dari 2011-2017. Data tersebut bersumber dari Laporan Tahunan masing-masing penerbit di situs web IDX dan laporan CGPI yang diterbitkan oleh majalah SWA dan IICG. Populasi penelitian ini adalah perusahaan milik negara Indonesia (BUMN) yang menurut PER-01/MBU/2011 diharuskan untuk menerapkan prinsip CG dalam menjalankan operasional perusahaan. Peneliti menggunakan metode *purposive sampling* (Ghozali, 2013) dengan kriteria:

- Terdaftar di Bursa Efek Indonesia
- Berkontribusi pada penilaian CGPI

Definisi Operasional Variabel

Corporate Governance

CG adalah proses dan struktur yang menjadi landasan berdirinya sebuah perusahaan. Penelitian ini menggunakan indeks yang dapat menggambarkan kualitas implementasi CG, biasa disebut CGPI, yang diterbitkan oleh IICG seperti dalam penelitian Sanchia & Zen (2015). Berikut pembagian skor penilaian CGPI:

Tabel 1. Pengelompokan Hasil Peningkatan CGPI

| No. | Skor Penilaian | Predikat |
|-----|----------------|------------------|
| 1. | 85 - 100 | Sangat Tepercaya |
| 2. | 70 - 84 | Tepercaya |
| 3. | 55 - 69 | Cukup Tepercaya |

Sumber: IICG, 2017

Kinerja Keuangan

Penelitian ini menggunakan rasio keuangan ROA, ROE, dan NPM. Banyak penelitian sebelumnya menggunakan ROA (Pillai & Al-Malkawi, 2018; Zabri, Ahmad, & Wah, 2016; Detthamrong, Chancharat, & Vithessonthi, 2017; Guo & Kga, 2012; Gupta & Sharma, 2014; Sheikh, Wang, & Khan, 2013), ROE (Bhatt & Bhatt, 2017; Ehikioya, 2009; Abdallah & Ismail, 2017), dan NPM (Yilmaz, 2018) sebagai ukuran kinerja keuangan mereka. Berikut penjelasan dari setiap variabel menurut Subramanyam (2010).

Tabel 2. Definisi Operasional

| Variabel | Definisi Operasional | Pengukuran |
|----------|--|---------------------------|
| ROA | <i>Return of Asset</i> menggambarkan kemampuan untuk menghasilkan pengembalian aset yang dimiliki. | $EAT/Asset \times 100\%$ |
| ROE | <i>Return of Equity</i> menunjukkan kemampuan untuk menghasilkan pengembalian ekuitas yang dimiliki. | $EAT/Equity \times 100\%$ |
| NPM | <i>Net Profit Margin</i> menunjukkan proporsi laba bersih dari pendapatan penjualan. | $EAT/Sales \times 100\%$ |

Sumber: diolah penulis, 2017

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan diukur menggunakan rasio Tobin's Q yang diketahui dari jumlah nilai pasar dan nilai buku total kewajiban dibagi dengan nilai buku total aset (Pillai & Al-Malkawi, 2018). Ada banyak peneliti yang menggunakan Tobin's Q dalam melihat seberapa besar kinerja perusahaan seperti dalam penelitian Guo & Kga (2012); Arora & Sharma (2016); Ehikioya (2009); Yilmaz (2018); Abdallah & Ismail (2017).

HASIL ANALISA DAN PEMBAHASAN

Analisis Regresi Sederhana dan Berganda

Beberapa tes diagnostik seperti uji normalitas, multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi pada awalnya sudah dilakukan. Berikut ini adalah hasil dari uji regresi untuk setiap persamaan regresi:

Tabel 3. Persamaan Regresi (1)

| Model | B | Std. Error | Beta | Sig. |
|------------|-------|------------|-------|------|
| (Constant) | 2,889 | ,537 | | ,000 |
| X | -,020 | ,006 | -,455 | ,002 |

Sumber: SPSS

Pada Tabel 3. nilai koefisien beta CGPI adalah -0,455, ketika nilai variabel CGPI meningkat, itu tidak merespon secara positif oleh variabel Q Tobin. Nilai signifikansi variabel X kurang dari 0,05 yang artinya CGPI memiliki efek negatif pada Tobin's Q.

Tabel 4. Persamaan Regresi (2)

| Model | B | Std. Error | Beta | Sig. |
|------------|-------|------------|-------|------|
| (Constant) | 1,155 | ,657 | | ,087 |
| X | -,002 | ,008 | -,056 | ,746 |
| M1 | ,053 | ,011 | ,709 | ,000 |
| M2 | ,001 | ,005 | ,041 | ,880 |
| M3 | -,001 | ,004 | -,050 | ,868 |

Dependent Variable: Y

Sumber: SPSS

Tabel 4. menunjukkan bahwa variabel independen yang dimasukkan adalah variabel CGPI, ROA, ROE, dan NPM dan Tobin's Q sebagai variabel dependen. Berikut ini adalah penjelasan hasil uji regresi untuk setiap variabel:

- Nilai koefisien beta CGPI adalah -0.056, ketika nilai variabel CGPI meningkat, nilai variabel Q Tobin akan menurun. Nilai signifikansi variabel X lebih dari 0,05 yang artinya CGPI tidak berpengaruh pada variabel Q Tobin.
- Nilai koefisien beta ROA adalah 0,709, ketika nilai variabel ROA meningkat, nilai variabel Q Tobin juga akan meningkat. Nilai signifikansi dari variabel M1 kurang dari 0,05 yang artinya ROA mempengaruhi variabel Q Tobin.
- Nilai koefisien beta ROE adalah 0,041, ketika nilai variabel ROE meningkat, nilai variabel Q Tobin juga akan meningkat. Nilai signifikansi variabel M2 lebih dari 0,05 yang artinya ROE tidak berpengaruh pada variabel Q Tobin.
- Nilai koefisien beta NPM adalah -0,050 ketika nilai variabel NPM meningkat, nilai variabel Q Tobin akan menurun. Nilai signifikansi dari variabel M3 lebih dari 0, yang artinya NPM tidak berpengaruh pada variabel Q Tobin.

Tabel 5. Persamaan Regresi (3)

| Model | B | Std. Error | Beta | Sig. |
|------------|--------|------------|-------|------|
| (Constant) | 31,540 | 6,869 | | ,000 |
| X | -,322 | ,079 | -,535 | ,000 |

Dependent Variable: M1

Sumber: SPSS

Pada Tabel 5. nilai koefisien beta CGPI adalah -0.535, ketika nilai variabel CGPI meningkat, nilai variabel ROA akan menurun. Nilai signifikansi variabel X kurang dari 0,05 yang artinya CGPI mempengaruhi variabel ROA.

Tabel 6. Persamaan Regresi (4)

| Model | B | Std. Error | Beta | Sig. |
|------------|---------|------------|------|------|
| (Constant) | -17,537 | 29,790 | | ,559 |
| X | ,412 | ,344 | ,184 | ,238 |

Dependent Variable: M2

Sumber: SPSS

Pada Tabel 6. nilai koefisien beta CGPI adalah -0.184, ketika nilai variabel CGPI meningkat, nilai variabel ROE juga akan meningkat. Nilai signifikansi variabel X lebih dari 0,05 yang artinya CGPI tidak berpengaruh pada variabel ROE.

Tabel 7 Persamaan Regresi (5)

| Model | B | Std. Error | Beta | Sig. |
|------------|----------|------------|------|------|
| (Constant) | -128,736 | 35,687 | | ,001 |
| X | 1,749 | ,412 | ,552 | ,000 |

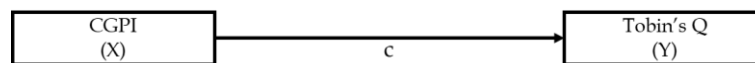
Dependent Variable: M3

Sumber: SPSS

Pada Tabel 7. nilai koefisien beta CGPI adalah 0,552, ketika nilai variabel CGPI meningkat, nilai variabel ROA juga akan meningkat. Nilai signifikansi dari variabel X kurang dari 0,05 yang artinya CGPI mempengaruhi variabel NPM.

Analisis Jalur

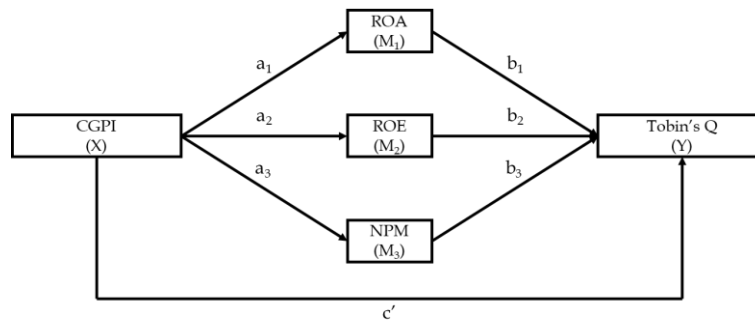
Model penelitian tanpa mediator dapat ditunjukkan oleh gambar berikut:



Gambar 1. Regresi tanpa Mediator

Sumber: diproses oleh peneliti

Gambar 1. menunjukkan total efek yang terjadi antara variabel independen CG pada variabel dependen nilai perusahaan. Path c adalah koefisien regresi yang terjadi dalam X regresi Y. Sementara itu, model penelitian menggunakan mediator dapat ditunjukkan oleh gambar berikut:

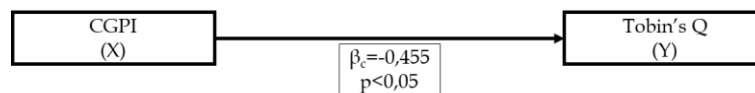


Gambar 2. Regresi dengan Mediator

Sumber: diproses oleh peneliti

Gambar 2. menunjukkan bahwa ada efek langsung dan tidak langsung yang terjadi antara CGPI dan Tobin's Q yang dimediasi oleh ROA, ROE, dan NPM. Pengaruh langsung antara variabel X ke Y dengan mengendalikan variabel M ditunjukkan oleh jalur c', sedangkan garis a dan b menunjukkan efek tidak langsung yang terjadi antara variabel X ke Y melalui M.

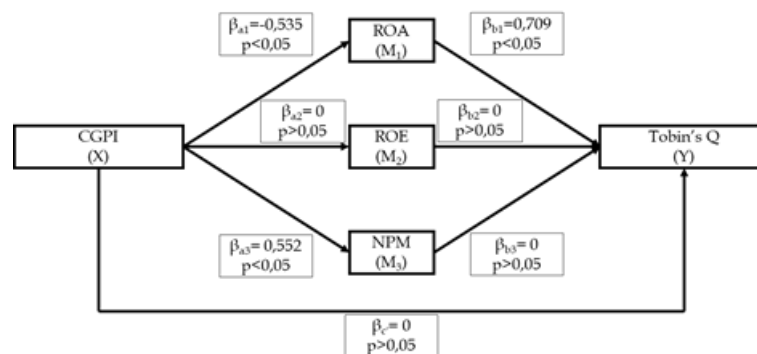
Hasil beberapa regresi yang telah dilakukan dapat disimpulkan sebagai berikut:



Gambar 3. Regresi tanpa Mediator

Sumber: diproses oleh peneliti

Gambar 3. menunjukkan bahwa ada hubungan yang signifikan antara variabel CG dan nilai perusahaan sebelum dimediasi oleh kinerja keuangan. Sedangkan jika variabel mediator di masukkan dalam penelitian hasilnya akan sebagai berikut:



Gambar 4. Regresi dengan Mediator

Sumber: diproses oleh peneliti

Berdasarkan pengujian hipotesis seperti dirangkum dalam Gambar 3. dan Gambar 4., dapat diperoleh besarnya efek langsung dan tidak langsung yang terjadi antara CG pada nilai perusahaan yang akan dijelaskan sebagai berikut:

1. Pengaruh CG terhadap NP tanpa mediasi (jalur c) = -0,455
2. Pengaruh CG terhadap NP dengan mediasi (jalur c') = -0,056
3. Pengaruh CG terhadap NP melalui ROA (jalur ab) = $0,535 \times 0,709 = -0,379$
4. Pengaruh CG terhadap NP melalui ROE (jalur ab) = $0 \times 0 = 0$
5. Pengaruh CG terhadap NP melalui NPM (jalur ab) = $0,552 \times 0 = 0$

Dari perhitungan ini menunjukkan efek total CG pada nilai perusahaan (garis c) sebelum variabel Dari perhitungan tersebut menunjukkan pengaruh total CG terhadap nilai perusahaan (jalur c) sebelum adanya variabel mediasi sebesar -0,455, sedangkan pengaruh langsung CG terhadap nilai perusahaan (jalur c') setelah memasukkan variabel mediasi sebesar -0,056 dan pengaruh tidak langsung CG terhadap nilai perusahaan (jalur axb) yang berhasil dimediasi oleh ROA sebesar -0.379. Perhitungan tersebut menunjukkan bahwa terjadi penurunan nilai setelah adanya variabel mediasi dan juga hubungan CG terhadap nilai perusahaan yang dikontrol oleh kinerja keuangan menjadi tidak berpengaruh setelah adanya variabel mediasi sehingga kriteria ketiga terpenuhi. Akan tetapi kriteria jalur b hanya terpenuhi pada mediasi pertama. Sedangkan untuk kriteria jalur a dapat dipenuhi oleh jalur a dan c yang dengan kata lain kriteria kedua dapat terpenuhi. Dengan begitu variabel mediasi yang berhasil memediasi hubungan antara CG dan nilai perusahaan adalah variabel ROA, sedangkan variabel ROE dan NPM tidak berhasil memediasi hubungan antara CG dan nilai perusahaan.

Pembahasan

CG berpengaruh negatif terhadap ROA. Hal ini dikarenakan meskipun prinsip CG tersebut berlaku untuk semua perusahaan publik termasuk BUMN akan tetapi dalam segi pelaksanaannya perlu disesuaikan dengan kondisi masing-masing perusahaan. Hal ini mendukung teori kontijensi yang menjelaskan bahwa tidak semua sistem tata kelola dapat digunakan secara universal. Hal tersebut akan berdampak pada efektifitas penerapan prinsip CG yang secara tidak langsung akan mempengaruhi imbal hasil perusahaan. Sejalan dengan penelitian Tertius & Christiawan (2015) yang menyatakan bahwa CG berpengaruh negatif terhadap ROA yang disebabkan oleh efektifitas penerapan prinsip CG. Begitu juga yang terjadi pada penelitian Yilmaz (2018) yang menegaskan bahwa salah satu alasan lemahnya hubungan penerapan CG terhadap kinerja adalah mekanisme tata kelola yang efektif. Seperti halnya yang terjadi pada laporan tata kelola PT Aneka Tambang (Persero) Tbk, selama periode penelitian, semakin baik penerapan prinsip CG pada PT Aneka Tambang (Persero) Tbk menunjukkan semakin menurunnya nilai ROA bahkan hingga mengalami kerugian. ROA berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Peningkatan nilai ROA menjelaskan bahwa perusahaan dapat dengan efektif memanfaatkan segala bentuk sumber daya yang dimiliki perusahaan untuk menghasilkan laba. Peningkatan laba tersebut dapat menjadi sinyal positif bagi para investor sehingga hal tersebut dapat meningkatkan daya tarik investor terhadap perusahaan sehingga akan berdampak pada nilai perusahaan. Zuliarni (2012) menjelaskan bahwa perusahaan yang mampu memanfaatkan dan memaksimalkan laba bersihnya dapat menjadi pemicu bagi investor dalam membuat keputusan investasi.

CG tidak berpengaruh terhadap ROE. Penerapan CG pada perusahaan tidak berdampak pada imbal hasil terhadap ekuitasnya. Sejalan dengan penelitian Paniagua, Rivelles, & Sapena, (2018) yang

mengatakan bahwa CG tidak berpengaruh terhadap ROE. Ada beberapa alasan yang perlu untuk dipertimbangkan yaitu mengenai penerapan prinsip CG yang berkaitan erat dengan seluruh komponen perusahaan sehingga tidak hanya berfokus pada ekuitas perusahaan. Selain itu, ROE mempunyai perspektif jangka pendek yaitu satu periode akuntansi sedangkan penerapan prinsip CG memerlukan waktu yang relatif lebih panjang untuk melihat langsung dampak finansial dari penerapan prinsip CG itu sendiri. ROE juga tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Nilai ROE didapat dari perbandingan antara imbal hasil yang didapat (laba bersih) dengan ekuitas perusahaan. Besar kecilnya ekuitas perusahaan sangat erat kaitannya dengan liabilitas perusahaan. Salah satu contohnya adalah perusahaan pada sektor perbankan. Operasional utama pada sektor perbankan yaitu mengelola dana yang berasal dari masyarakat yang pencatatannya masuk dalam liabilitas perusahaan sehingga nilai liabilitas perusahaan pada sektor perbankan akan jauh lebih besar dibandingkan pada sektor lain. Akibatnya nilai ekuitas pada sektor perbankan mempunyai proporsi yang lebih kecil sehingga nilai ROE menjadi lebih tinggi dibandingkan pada sektor lain. Hal ini juga merupakan kelemahan dari penelitian data panel yang tidak memperhatikan unsur *cross section*. Selain itu dalam penelitian Khumairoh et al. (2014) juga mengatakan bahwa ROE tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dikarenakan dalam berinvestasi investor juga akan melihat kondisi lingkungan dalam berinvestasi.

CG berpengaruh positif terhadap NPM. Pada dasarnya tujuan penerapan prinsip CG itu sendiri adalah mencapai kemakmuran perusahaan yaitu laba. Proporsi laba perusahaan terhadap penjualannya dapat dilihat pada rasio NPM. Meningkatnya rasio NPM perusahaan menandakan sebuah perusahaan dapat mengelola beban secara efisien yang merupakan dampak dari penerapan prinsip CG. Sejalan dengan penelitian Khumairoh et al. (2014) yang menyatakan bahwa penerapan prinsip CG yang baik akan berdampak pada efisiensi biaya yang nantinya akan berpengaruh pada proporsi laba perusahaan. Sedangkan NPM tidak memengaruhi nilai perusahaan yang berarti bahwa berapa pun tingkat margin laba bersih perusahaan tidak akan berdampak pada nilai perusahaan. Laba akuntansi merupakan indikator utama dalam menilai kinerja keuangan suatu perusahaan sehingga akan mendorong manajer untuk melakukan manajemen laba untuk menunjukkan kinerja perusahaan yang lebih baik. Menurut Scott (2003) terdapat beberapa motivasi lain yang mendorong manajer untuk melakukan manajemen laba seperti halnya motivasi bonus, motivasi kontrak lainnya, motivasi politik, motivasi perpajakan, pergantian CEO, *initial public offering*, mengomunikasikan informasi kepada investor sehingga hal tersebut akan berdampak pada laporan keuangan. Laporan keuangan yang diberikan menjadi tidak relevan sehingga kinerja keuangan menjadi bias.

SIMPULAN

ROA berhasil memediasi hubungan antara CG dan nilai perusahaan. Nilai ROA dapat menunjukkan efisiensi kinerja perusahaan dalam mengelola perusahaan. Sedangkan ROE dan NPM tidak dapat memediasi hubungan antara CG dan nilai perusahaan. Hal tersebut disebabkan oleh perbedaan sektor perusahaan dalam BUMN yang masuk dalam objek penelitian dan persepsi penilaian investor terhadap perusahaan. Perbedaan sektor dalam penelitian ini sangat mempengaruhi nilai ROE yang menjadi tolok ukur kinerja keuangan seperti halnya yang terjadi antara sektor perbankan dan non perbankan. Persepsi penilai investor tidak hanya dipengaruhi oleh kinerja perusahaan (internal) tetapi juga dapat dipengaruhi oleh faktor eksternal seperti ekonomi makro, fluktuasi kurs, kebijakan pemerintah, tingkat suku bunga. Hal tersebut dapat mempengaruhi nilai NPM. Saran untuk penelitian selanjutnya dibuat sesuai dengan keterbatasan yang ditemukan dalam penelitian ini. Dalam hal ini, peneliti menyarankan untuk menggunakan proksi lain untuk mengukur variabel agar memberikan perspektif pengukuran lain dan memilih objek penelitian yang tepat sehingga dapat memperoleh hasil yang sesuai dengan tujuan penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdallah, A. A., & Ismail, A. K. (2017). Corporate Governance Practices, Ownership Structure, and Corporate Performance in The GCC Countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 46, 98–115.
- Arora, A., & Sharma, C. (2016). Corporate Governance and Firm Performance in Developing Countries: Evidence from India. *Corporate Governance (Bingley)*, 16(2), 420–436.
- Basuki, A. T. (2016). *Analisis Regresi dalam Penelitian Ekonomi dan Bisnis*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.

- Bhatt, P. R., & Bhatt, R. R. (2017). Corporate Governance and Firm Performance in Malaysia. *Corporate Governance (Bingley)*, 17(5), 896–912.
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate Governance, Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689–709.
- Ehikioya, B. I. (2009). Corporate Governance Structure and Firm Performance in Developing Economies: Evidence from Nigeria. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 9(3), 231–243.
- Ghozali, I. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Guo, Z., & Kga, U. K. (2012). Corporate Governance and Firm Performance of Listed Firms in Sri Lanka. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40, 664–667.
- Gupta, P., & Sharma, A. M. (2014). A Study of The Impact of Corporate Governance Practices on Firm Performance in Indian and South Korean Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 133, 4–11.
- Khumairoh, N. D., Sambharakreshna, Y., & Kompyurini, N. (2014). Pengaruh Kualitas Good Corporate Governance terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan sebagai Variabel Intervening. *JAFFA*, 02(1), 51–60.
- Nuswandari, C. (2009). Pengaruh Corporate Governance Perception Index terhadap Kinerja Perusahaan pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi*, 16(2), 70–84.
- Paniagua, J., Rivelles, R., & Sapena, J. (2018). Corporate Governance and Financial Performance: The Role of Ownership and Board Structure. *Journal of Business Research*, 89, 229–234.
- Pillai, R., & Al-Malkawi, H. A. N. (2018). On The Relationship between Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from GCC Countries. *Research in International Business and Finance*, 44, 394–410.
- Rahadiana, R. (2009). Tiga Direksi Waskita Dinonaktifkan. Retrieved January 1, 2019, from bisnis.tempo.co
- Rofina, M., & Priyadi, M. P. (2013). Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance terhadap Kinerja Perusahaan di BEI. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 2(1).
- Sanchia, M. I., & Zen, T. S. (2015). Impact of Good Corporate Governance in Corporate Performance. *International Journal of Management and Applied Science*, 1(9), 102–106.
- Santoso, A. (2017). Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan sebagai Variabel Intervening. In *UNEJ e-Proceeding; Seminar Nasional Ekonomi dan Bisnis (SNAPER-EBIS 2017)* (pp. 67–77).
- Scott, W. R. (2003). *Financial Accounting Theory*. Canada: Prentice Hall.
- Sheikh, N. A., Wang, Z., & Khan, S. (2013). The Impact of Internal Attributes of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence from Pakistan. *International Journal of Commerce and Management*, 23(1), 38–55.
- Sriyana, J. (2014). *Metode Regresi Data Panel*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Subramanyam, K. R. (2010). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Tertius, M. A., & Christiawan, Y. J. (2015). Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Kinerja Perusahaan pada Sektor Keuangan. *Business Accounting Review*, 3(1), 223–232.
- Yilmaz, İ. (2018). Corporate Governance and Financial Performance Relationship: Case for Oman Companies. *Journal of Accounting Finance and Auditing Studies (JAFAS)*, 4(4), 84–106.
- Zabri, S. M., Ahmad, K., & Wah, K. K. (2016). Corporate Governance Practices and Firm Performance: Evidence from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia. In *Procedia Economics and Finance* (Vol. 35, pp. 287–296).
- Zuliarni, S. (2012). Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Harga Saham pada Perusahaan Mining And Mining Service di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Aplikasi Bisnis*, 3(1), 36–48.