

CORPORATE GOVERNANCE, LEVERAGE AND FIRM PERFORMANCE

Kusuma Wijayanto

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Muhammadiyah Surakarta

Abstract

This paper examine the relationship between corporate governance and firm performance by using financial leverage as a mediation for 360 manufacturing firm in Indonesia during the 2014-2016 period. Researcher use OLS regression using eviews statistical tools. It found that corporate governance has a direct relationship to the firm performance, while the relationship of corporate governance to leverage is only a board size that has a positive effect. Furthermore, financial leverage mediates the size of the board on financial performance.

Keywords : *Corprate Governance, Lverage, Firm Performance*

PENDAHULUAN

Memperkuat tata kelola perusahaan merupakan kunci untuk menarik adanya investor untuk melakukan investasi, terutama dengan adanya skandal perusahaan besar yang terjadi, misalnya Enron, Satyam, dll. Penelitian tata kelola perusahaan secara historis sudah banyak yang focus kepada negara-negara maju [1] [2], sedangkan penelitian untuk negara berkembang masih perlu dilakukan dalam kontek Indonesia. Juga isu-isu tata kelola perusahaan yang terjadi dikawasan Asia karena masing – masing negara memiliki sifat kelembagaan yang berbeda-beda [3]

Literature yang mengembangkan hubungan antara tata kelola perusahaan dengan kinerja perusahaan [4] [5] dan hubungan antara leverage keuangan dengan kinerja perusahaan [6] [7]. Mengetahui hubungan tata kelola perusahaan dan leverage keuangan dengan kinerja perusahaan menjadi penting karena (1) tata kelola perusahaan kemungkinan tidak memiliki atau memiliki hubungan secara langsung kepada kinerja perusahaan, (2) leverage keuangan merupakan komponen yang penting pada kinerja perusahaan, sehingga diharapkan bisa lebih memberikan pemahaman perubahan besar kecil leverage terhadap kinerja perusahaah.

Tidak adanya tata kelola perusahaan yang baik bisa menyebabkan suatu negara mengalami krisis. Contohnya sebuah perusahaan yang terbebani adanya hutang jangka pendek yang tinggi sehingga menyebabkan praktek/tata kelola menjadi lemah. Krisis asia 1997 dan krisis global 2007 merupakan dua contoh krisis yang terjadi karena masalah pendanaan perusahaan. Beberapa tahun terakhir studi mengenai

tata kelola perusahaan dan kinerja perusahaan sudah dilakukan, misalkan [8] [9] [10] meneliti hubungan tata kelola perusahaan dan kinerja perusahaan dimana hasilnya bahwa tidak ada hubungan langsung yang terjadi antara tata kelola perusahaan dengan kinerja perusahaan.

Struktur modal dan kinerja keuangan merupakan masalah pokok yang terjadi di perusahaan hampir di seluruh dunia. Teori MM [11] dianggap merupakan teori fondasi, dimana teori MM mengatakan bahwa kinerja perusahaan tidak dipengaruhi dari struktur modalnya. Namun teori MM didasarkan pada kondisi pasar yang sempurna dan hampir dipastikan untuk kondisi sekarang tidak ada pasar sempurna. Beberapa teori bias digunakan untuk menjelaskan misalkan teori agensi, teori trade off dan teori pecking order. Teori trade-off [12] [13] menjelaskan bahwa perusahaan akan memperdagangkan biaya serta manfaat hutang untuk menaikkan nilai perusahaan. Manfaat hutang yang didapat dari pajak penurunan pendapatan memalui adanya pembayaran bunga [11]. Biaya hutang muncul dari adanya biaya kebangkrutan secara langsung maupun tidak langsung dengan adanya kenaikan risiko keuangan [14] [12]. Teori pecking order [15] [16] mengklaim bahwa pembiayaan mengikuti hierarki : pembiayaan pertama dilakukan, kemudian hutang diterbitkan, ekuitas dilepaskan ketika tidak ada lagi hutang yang bias didekati. Teori agensi yang dikembangkan oleh [17] [18] dan [19], menggunakan struktur modal secara optimal untuk meningkatkan nilai perusahaan sebaiknya meminimalkan konflik yang terjadi pada pemangku kepentingan. Teori yang

menggambarkan struktur modal dengan kinerja perusahaan tidak biasa menggunakan sudut pandang 1 teori karena semua teori berdasar asumsi kritis, sedangkan persepsi yang terjadi di dalam masyarakat sangat kompleks.

Tujuan peneliti di dalam penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh tata kelola perusahaan dan leverage keuangan terhadap kinerja perusahaan yang terjadi di negara pasar berkembang setelah adanya beberapa reformasi setelah terjadi krisis keuangan. Untuk mengetahui tujuan penelitian maka dilakukan pemilihan sampel perusahaan di Indonesia dengan alasan (1) Indonesia karena merupakan negara di kawasan Asia Tenggara yang terkena dampak dan telah melakukan beberapa reformasi mulai tahun 2000an, (2) Indonesia merupakan salah satu negara berkembang yang besar di kawasan Asia Tenggara.

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Tata Kelola Perusahaan dan Kinerja Perusahaan

Tata kelola perusahaan merupakan system yang digunakan untuk mengawasi dan mengontrol manajemen untuk mencapai tujuan perusahaan. Ini merupakan cara untuk mengendalikan resiko perusahaan dan memastikan bahwa di dalam implementasi berjalan efektif. Struktur tata kelola perusahaan yang baik akan mendorong nilai perusahaan dengan cara melalui operasi, penelitian dan pengembangan inovasi. Penelitian yang sudah dilakukan sebelumnya [20] [21] tentang masalah apakah corporate governance mempengaruhi kinerja perusahaan masih memberikan hasil yang beragam.

Ukuran Dewan dan Kinerja Perusahaan

Ukuran dewan direksi memiliki peran yang penting dalam pengawasan dan pengendalian atas manajer [22]. Sebuah dewan direksi dengan ukuran besar lebih memberikan akses kepada sumber daya dibandingkan dengan dewan direksi dengan ukuran kecil. Dewan direksi dengan pengalaman yang lama dan panjang mampu memberikan arahan dan keputusan secara bijaksana dan hati – hati untuk memberikan dampak pada kinerja perusahaan. Temuan study yang terjadi masih memiliki hasil yang berbeda, misalkan [23] menemukan bahwa ukuran dewan

memiliki dampak positif pada kinerja untuk perusahaan di India. [24] melaporkan hubungan negatif antara ukuran dewan dan kinerja perusahaan dalam sampel perusahaan di Finlandia. Demikian juga, [21] menemukan hubungan negatif antara ukuran dewan dan nilai perusahaan, diukur sebagai Tobin Q, untuk sampel perusahaan di Malaysia dan Singapura. Secara keseluruhan bahwa dengan meningkatnya jumlah dewan direksi membuat kinerja perusahaan menurun, hal ini masuk akal karena dengan jumlah dewan direksi yang banyak menyebabkan kurangnya komunikasi antar anggota, keputusan yang buruk dan koordinasi yang kurang efektif. Jika perusahaan bisa mengatasi masalah terkait ukuran dewan direksi yang besar, maka kinerja perusahaan bisa meningkat. Singkatnya, peneliti berharap pengaruh ukuran dewan pada kinerja perusahaan menjadi positif; oleh karena itu, disusun hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 1 : Ukuran dewan secara positif berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Independensi Dewan Kinerja Perusahaan

Seorang direktur independen (bisa dikatakan direktur luar) memiliki peran yang sangat penting dalam melakukan pengawasan terhadap manajemen. Oleh karena itu, bisa dikatakan sejauh mana dewan independen mampu menarik minat investor untuk melakukan investasi [25]. Penelitian sebelumnya yang menguji antara independensi dewan dengan kinerja perusahaan memiliki hasil yang berbeda. Di satu sisi, [26] menemukan bahwa independensi dewan memiliki efek negatif pada nilai perusahaan, diukur sebagai Tobin Q, di AS. Di sisi lain, [23] menemukan bahwa independensi dewan memiliki dampak positif pada kinerja perusahaan untuk perusahaan di India. Demikian juga, [25] melaporkan bahwa independensi dewan memiliki pengaruh positif pada kinerja perusahaan di Afrika Selatan. Dalam konteks Malaysia, [27] menemukan bahwa independensi dewan tidak mempengaruhi kinerja perusahaan. Peneliti berpendapat bahwa dengan adanya dewan independensi di komposisi dewan perusahaan diharapkan mampu meningkatkan kinerja perusahaan. Oleh karena itu disusun hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 2 : Independensi dewan secara positif berpengaruh terhadap kinerja perusahaan

Ukuran komite audit dan kinerja perusahaan

Komite audit memberikan perlindungan tambahan terhadap penipuan serta memastikan bahwa perusahaan berjalan sesuai dengan standard praktik yang di syaratkan. Seorang komite audit yang baik harus memiliki standar kualifikasi dan melaksanakan tugasnya. Komite audit yang sudah sempurna diharapkan dapat mengurangi adanya masalah asimetri informasi dan mampu meningkatkan pemantauan terhadap manajemen [28]. Komite audit bertemu secara teratur dengan manajer keuangan internal perusahaan dan auditor luar untuk meninjau laporan keuangan perusahaan, kontrol akuntansi internal dan proses audit [29]. Namun, kehadiran komite audit tidak secara signifikan mampu mempengaruhi kemungkinan adanya tindakan penipuan laporan keuangan [30].

Beberapa penelitian terdahulu seperti [26] dan [31] menemukan hubungan negative yang terjadi antara proporsi dewan independen dengan kinerja perusahaan. Peneliti berpendapat dengan adanya komite audit yang kompeten dapat mengurangi adanya skandal keuangan yang besar, sehingga diharapkan mampu meningkatkan kinerja perusahaan menjadi lebih optimal. Namun, [28] menemukan efek negatif dari komite audit pada kinerja perusahaan; lebih spesifik lagi, perusahaan dengan komite audit yang lebih kecil dengan keahlian dan pengalaman keuangan yang lebih tinggi cenderung memiliki kinerja perusahaan yang positif selama krisis keuangan global. Oleh karena itu, peneliti berharap adanya hubungan positif yang terjadi antara komite audit dengan kinerja perusahaan. Oleh karena itu disusun hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 3 : Ukuran komite audit secara positif berpengaruh terhadap kinerja perusahaan

Tata Kelola Perusahaan dan Lverage Keuangan

Tata kelola perusahaan adalah kerangka kerja untuk membangun lingkungan akuntabilitas, kepercayaan dan transparansi. Tata kelola perusahaan berurusan dengan masalah keagenan, karena pemisahan agen (misalnya, manajer) dan pemegang saham. Tata kelola perusahaan adalah alat penting untuk mengurangi konflik antara agen dan yang mungkin memiliki pengaruh pada struktur modal

perusahaan. Chang et al (2014) berpendapat bahwa tingkat utang perusahaan dipengaruhi oleh fitur unik perusahaan dan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Beberapa peneliti (misalnya,[32];[33] telah memusatkan perhatian mereka pada hubungan antara tata kelola perusahaan dan struktur modal. Sebagai contoh, perusahaan-perusahaan tata kelola yang lemah lebih leveraged secara signifikan dan memiliki kinerja perusahaan yang lebih buruk daripada perusahaan-perusahaan tata kelola yang kuat. Mekanisme corporate governance yang kuat mampu mengurangi biaya agensi. Manajer cenderung mencari leverage keuangan yang lebih rendah ketika mereka berhadapan dengan tata kelola perusahaan yang baik dari dewan direksi [33]. Tata kelola perusahaan menyediakan panduan untuk menyelesaikan sengketa antara agen untuk memastikan para investor atau pihak lain yang berkepentingan bahwa agen dapat mengelola dana untuk memaksimalkan nilai suatu perusahaan. Subbagian berikut membahas atribut tata kelola perusahaan dan pengaruh mereka pada struktur modal perusahaan.

Ukuran Dewan dan Lverage Keuangan

Dewan direksi adalah salah satu elemen terpenting dari mekanisme tata kelola perusahaan dalam mengawasi operasi perusahaan yang efektif dan tepat. Ini memainkan peran penting dalam mengurangi kegagalan perusahaan. Bertanggung jawab untuk memantau kegiatan utama dan menyetujui keputusan strategis. Tinjauan literatur di dalam penelitian ini mengungkapkan bahwa mengapa dewan direksi memainkan peran penting, tidak ada panduan yang jelas tentang ukuran dewan yang sesuai. Telah dikemukakan bahwa ukuran dewan yang optimal tergantung pada karakteristik perusahaan, biaya pemantauan dan kompleksitas organisasi. Penelitian sebelumnya memberikan hasil yang beragam mengenai hubungan antara ukuran dewan dan leverage keuangan. Di satu sisi, [29] menunjukkan bahwa ukuran dewan memiliki efek negatif pada leverage keuangan. Di sisi lain, [18] menemukan bahwa perusahaan dengan ukuran dewan yang lebih besar memiliki leverage keuangan yang lebih tinggi daripada perusahaan dengan ukuran dewan yang lebih kecil dan menunjukkan bahwa perusahaan dengan dewan besar lebih mungkin menggunakan lebih banyak

pembiayaan utang daripada pendanaan ekuitas. Hubungan positif antara ukuran dewan dan leverage keuangan tampaknya mendukung gagasan bahwa perusahaan dengan lebih banyak direktur mungkin dapat memanfaatkan jaringan direksinya yang memungkinkan mereka memiliki akses yang lebih baik ke pendanaan eksternal. Oleh karena itu peneliti mengusulkan hipotesis berikut.

Hipotesis 4 : Ukuran dewan berhubungan positif terhadap leverage keuangan

Dewan Independen dan Lverage Keuangan

Dengan definisi, direktur independen bukan pemegang saham utama atau kelompok pemegang saham dan eksekutif perusahaan. Dewan independen harus memiliki kualifikasi yang sesuai, seperti yang diminta oleh dewan direksi, untuk sifat unik dari operasi perusahaan. Karena direktur independen mungkin memiliki pengetahuan atau informasi, yang memungkinkan perusahaan untuk memiliki tingkat leverage keuangan yang lebih tinggi, kehadiran direksi independen diharapkan dapat mengarah pada leverage yang lebih tinggi [32]. Sejalan dengan literatur, peneliti berharap efek independensi dewan terhadap leverage menjadi positif. Oleh karena itu, disusun hipotesis sebagai berikut

Hipotesis 5 : Independensi dewan memiliki pengaruh positif terhadap leverage keuangan

Ukuran Komite Audit dan Lverage Keuangan

Komite audit adalah salah satu mekanisme penting dalam tata kelola perusahaan yang baik. Ini adalah sub-komite dewan direksi yang bertindak secara independen dalam penyusunan laporan keuangan dan pengungkapan yang akurat sesuai dengan standar pelaporan dengan sistem pengendalian internal dan standar audit yang cukup kuat. Komite audit bertanggung jawab untuk memberikan saran dalam memilih auditor eksternal untuk dewan, mengendalikan manajemen, menciptakan kepercayaan dalam akurasi, keandalan, dan kualitas laporan keuangan [22]. Penelitian sebelumnya seperti yang dilakukan oleh [4] menunjukkan bahwa laporan keuangan yang diaudit memberikan informasi tambahan yang penting tentang risiko kredit perusahaan kepada penyedia modal. Informasi tersebut

dapat menyebabkan persetujuan kredit yang ketat, dengan demikian memberi peluang untuk mendapatkan pinjaman.

Peneliti memiliki pendapat bahwa efektivitas komite audit akan memungkinkan perusahaan untuk memiliki akses yang lebih baik ke pendanaan eksternal, bila diperlukan. Oleh karena itu, peneliti berharap komite audit memiliki hubungan dengan leverage keuangan. Namun, hubungan bisa positif atau negatif, tergantung pada, misalnya, tingkat leverage awal. Di satu sisi, komite audit dapat memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan leverage karena informasi yang lebih baik dan andal yang dirasakan oleh pasar (misalnya, kreditor dan investor). Di sisi lain, itu dapat menurunkan keuangan leverage perusahaan jika tingkat leverage saat ini dianggap terlalu tinggi. Diskusi ini menunjuk pada gagasan bahwa pengaruh komite audit pada leverage tergantung pada faktor-faktor lain, seperti leverage sebelumnya. Peneliti mengusulkan hipotesis sebagai berikut.

Hipotesis 6 : Komite audit secara positif berpengaruh terhadap leverage keuangan

Lverage Keuangan dan Kinerja Perusahaan

[11] berpendapat bahwa struktur modal tidak relevan di dalam menentukan nilai dan kinerja perusahaan. Namun beberapa peneliti [26] memiliki pendapat bahwa pembiayaan hutang mampu meningkatkan kinerja perusahaan dan memberikan pengawasan yang lebih baik sebagai kreditor. Literature keuangan yang lama antara leverage keuangan dengan kinerja perusahaan memberikan hasil yang saling beragam, artinya hasilnya ada positif, negative dan tidak berpengaruh. [34] menemukan bahwa hubungan antara leverage keuangan dan kinerja negatif. [35] menunjukkan bahwa perubahan dalam leverage keuangan perusahaan berpengaruh negatif terhadap harga saham. Bukti ini konsisten dengan adanya tekanan yang lebih besar kepada pembiayaan dibanding manfaat pendanaan. Di sisi lain, [36] menemukan bahwa leverage keuangan memiliki efek positif pada kinerja perusahaan. Selanjutnya, [32] menunjukkan bahwa leverage keuangan yang lebih tinggi atau rasio modal ekuitas yang lebih rendah dikaitkan dengan kinerja perusahaan yang lebih baik. Selain itu, [20] menemukan tidak ada hubungan antara

leverage keuangan dan kinerja perusahaan. Jika penggunaan pembiayaan utang menyebabkan kreditor perusahaan untuk memantau perilakunya lebih dekat dan sistematis, perusahaan dengan leverage yang lebih tinggi akan lebih mungkin untuk berinvestasi dalam proyek-proyek yang lebih baik (misalnya, melalui proses penyaringan investasi yang lebih ketat) dan berkinerja lebih baik daripada perusahaan dengan leverage yang lebih rendah. Oleh karena itu, disusun hipotesis sebagai berikut.

Hipotesis 7 : Leverage keuangan secara positif berpengaruh terhadap kinerja perusahaan

Pengaruh Leverage Keuangan sebagai mediasi terhadap Tata Kelola Perusahaan dan Kinerja Perusahaan

Pada bagian ini, peneliti berpendapat bahwa tata kelola perusahaan tidak menggunakan efeknya pada kinerja perusahaan secara langsung melainkan kinerja perusahaan secara tidak langsung melalui leverage keuangan. Penelitian sebelumnya misalnya [37] menemukan struktur modal mampu memoderasi secara positif pertumbuhan perusahaan terhadap kinerja perusahaan, serta penelitian [38] menemukan struktur modal memoderasi secara positif hubungan profitabilitas terhadap kinerja perusahaan. Peneliti mengusulkan dua alasan yang masuk akal tentang mengapa leverage keuangan mungkin memediasi pengaruh kinerja perusahaan.

Pertama, tata kelola perusahaan yang lemah dapat mengakibatkan leverage yang berlebihan atau kurang dari perusahaan. Perusahaan dengan leverage keuangan sangat tinggi lebih mungkin mengalami variasi besar dalam kinerja perusahaan. Demikian juga, perusahaan dengan leverage rendah cenderung memiliki variasi kecil dalam kinerja. Tingkat leverage suboptimal ini kemudian akan mempengaruhi kinerja perusahaan.

Kedua, karena dewan direksi mengevaluasi dan menyetujui investasi utama perusahaan, pengaruh tata kelola perusahaan pada kinerja perusahaan kemungkinan besar bergantung pada kemampuan dewan direksi untuk memilih investasi yang menciptakan nilai dan keputusan pendanaan. Anggaphlah dua perusahaan berinvestasi dalam proyek-proyek yang sama baiknya yang seharusnya

menghasilkan pertunjukan serupa. Satu kunci perbedaan bahwa dewan direksi dapat memiliki kinerja adalah bagaimana proyek dipilih dan dibiayai. Tata kelola perusahaan yang lemah yang terkait dengan under- / over-leverage cenderung berkontribusi terhadap pemilihan investasi dan kinerja selanjutnya. Jika CEO lebih suka leverage keuangan rendah dan memiliki pengaruh yang kuat di papan, perusahaan dapat berinvestasi dalam proyek berisiko rendah, yang mungkin dibiayai oleh pendanaan ekuitas (misalnya, laba ditahan), yang dapat menghasilkan pengembalian yang rendah. Konsisten dengan argumen di atas, maka disusun hipotesis sebagai berikut

Hipotesis 8 : Leverage keuangan memediasi pengaruh ukuran dewan terhadap kinerja perusahaan.

Hipotesis 9 : Leverage keuangan memediasi independensi dewan terhadap kinerja perusahaan.

Hipotesis 10 : Leverage keuangan memediasi ukuran komite audit terhadap kinerja perusahaan.

METODOLOGI PENELITIAN

Sampel

Untuk menguji hipotesis penelitian digunakan sampel awal seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2014 – 2016. Alat statistic yang digunakan yaitu eviews 10. Setelah melakukan beberapa pemilihan perusahaan maka hasil observasi yang bisa digunakan untuk penelitian ada 360 pengamatan perusahaan manufaktur. Data didapatkan dari datadbase BEI dan informasi dari idx.co.id

Variabel Dependen

Untuk menguji Hipotesis 1, peneliti mengikuti penelitian sebelumnya seperti yang dilakukan oleh R. [39] [40] dan [41] dengan mengukur kinerja perusahaan sebagai TobinQ, dihitung sebagai nilai pasar perusahaan terhadap nilai buku.

Variabel Independen

Untuk menguji pengaruh tata kelola perusahaan pada leverage keuangan dan kinerja perusahaan, digunakan tiga ukuran tata kelola perusahaan, yang sejalan dengan penelitian sebelumnya (lihat misalnya, [4]; [42]). Konsisten dengan [8], ukuran dewan (BD_SIZE) diukur sebagai jumlah semua dewan

direksi; independensi dewan (BD_IND) diukur sebagai rasio jumlah direktur independen terhadap jumlah semua direktur. Ukuran komite audit (BD_AUDIT) adalah jumlah anggota komite audit di dewan.

Variabel Kontrol

Untuk mengendalikan karakteristik spesifik perusahaan yang dapat memengaruhi leverage keuangan perusahaan dan kinerja perusahaan serta untuk mengatasi masalah yang timbul dari variabel yang dihilangkan yang mungkin memengaruhi leverage keuangan dan kinerja perusahaan, peneliti juga menyertakan ukuran perusahaan (Firm Size) sebagai variabel kontrol tingkat perusahaan. Ukuran perusahaan (firm size) dihitung dari logarit total asset perusahaan

Analisis Data

Untuk mengevaluasi dampak tata kelola perusahaan pada kinerja perusahaan, peneliti memperkirakan serangkaian regresi OLS kinerja perusahaan pada tata kelola perusahaan dan satu set variabel control. Untuk menguji Hipotesis 1–3, yang memprediksi pengaruh tata kelola perusahaan pada kinerja perusahaan, digunakan serangkaian persamaan regresi OLS sebagai berikut :

$$\text{TobinQ} = \alpha + \beta_1 \text{CG} + \square Z + e \dots \dots \dots (1)$$

dimana TobinQ adalah nilai buku utang ditambah nilai pasar saham biasa dibagi dengan nilai buku asset [43]. Penelitian menggunakan TobinQ untuk mengukur kinerja perusahaan. Seperti sebelumnya, CG adalah vektor dari variabel tata kelola perusahaan. Z adalah vektor variabel kontrol tingkat perusahaan.

Untuk mengevaluasi dampak tata kelola perusahaan pada struktur modal, peneliti memperkirakan serangkaian regresi OLS struktur modal pada tata kelola perusahaan dan satu set variabel control. Untuk menguji Hipotesis 4–6, yang memprediksi pengaruh tata kelola perusahaan pada struktur modal, digunakan serangkaian persamaan menggunakan regresi OLS sebagai berikut ;

$$\text{LEV} = \alpha + \beta_1 \text{CG} + \square Z + e \dots \dots \dots (2)$$

dimana LEV adalah rasio total hutang terhadap total aset untuk perusahaan. Penelitian ini menggunakan LEV untuk mengukur leverage keuangan perusahaan. CG adalah vektor variabel tata kelola perusahaan (yaitu ukuran dewan, independensi

dewan, ukuran komite audit). Z adalah vektor variabel kontrol tingkat perusahaan.

Untuk mengevaluasi dampak dari leverage keuangan terhadap kinerja perusahaan, peneliti menggunakan serangkaian regresi OLS kinerja perusahaan pada leverage keuangan dan satu set variabel kontrol. Untuk menguji Hipotesis 7, yang memprediksi pengaruh dari leverage keuangan terhadap kinerja perusahaan, digunakan persamaan regresi OLS sebagai berikut:

$$\text{TobinQ} = \alpha + \beta_1 \text{LEV} + \square Z + e \dots \dots \dots (3)$$

dimana TobinQ adalah nilai buku utang ditambah nilai pasar saham biasa dibagi dengan nilai buku asset. Semua variabel lainnya didefinisikan seperti sebelumnya

Untuk mengevaluasi dampak tata kelola perusahaan dan leverage keuangan pada kinerja perusahaan, peneliti memperkirakan serangkaian regresi OLS kinerja perusahaan pada tata kelola perusahaan dan leverage keuangan dan satu set variabel control. Untuk menguji Hipotesis 8–10, yang memprediksi pengaruh tata kelola perusahaan dan pengaruh keuangan terhadap kinerja perusahaan, digunakan serangkaian persamaan menggunakan regresi OLS sebagai berikut:

$$\text{TobinQ} = \alpha + \beta_1 \text{CG} + \beta_2 \text{LEV} + \beta_3 \text{CG} * \text{LEV} + \square Z + e \dots \dots \dots (4)$$

Statistik deskriptif

Table 1 menyajikan statistik deskriptif dari variabel yang digunakan dalam artikel ini untuk sampel akhir dari 360 observasi selama periode 2013–2015. Nilai rata-rata (median) dari BD_SIZE adalah 4,85 , nilai rata-rata (median) BD_AUDIT adalah 3,15 , nilai rata – rata (median) BD_IND adalah 0,71. Nilai rata-rata (median) TobinQ adalah 7,48. Nilai rata-rata (median) dari leverage adalah 48,92

Tabel 2 menyajikan koefisien korelasi variabel kunci untuk sampel akhir dari 360 pengamatan. Karena koefisien korelasi antara variabel penjelas umumnya di bawah 0,60, masalah multikolinieritas tidak terlalu memprihatinkan. Ketika melihat korelasi koefisien antara kinerja perusahaan dan variabel tata kelola perusahaan, kami juga menemukan bahwa tanda-tanda umumnya konsisten dengan hipotesis

kami tetapi besarnya juga kecil ($r < 0,6$). Misalnya, hubungan antara ukuran dewan (BD_SIZE) dan TobinQ positif sedangkan hubungan antara independensi dewan (BD_IND) dan TobinQ adalah negative

HASIL DAN PEMBAHASAN

Untuk menguji pengaruh langsung tata kelola perusahaan pada kinerja perusahaan, peneliti menggunakan ukuran dewan (BD_SIZE), independensi dewan (BD_IND), dan ukuran komite audit (BD_AUDIT) pada model (1). Koefisien pada ukuran perusahaan (LNTA) masih positif dan signifikan secara statistik. Koefisien masing karakteristik tata kelola perusahaan bernilai positif dan signifikan secara statistik, koefisien BD_SIZE sebesar 0,107, koefisien BD_IND sebesar 0,218 dan koefisien BD_AUDIT sebesar 0,171 dimana semuanya signifikan di tingkat 1 %. Temuan ini mendukung untuk semua hipotesis 1– 3 dimana variable tata kelola perusahaan memiliki hubungan positif dengan kinerja perusahaan.

Untuk menguji pengaruh langsung tata kelola perusahaan pada leverage keuangan, peneliti menggunakan variabel utama (yaitu, ukuran dewan (BD_SIZE), independensi dewan (BD_IND), ukuran komite audit (BD_AUDIT) dalam Model (2). Koefisien pada ukuran perusahaan (LNTA) positif dan signifikan secara statistik. Hasilnya menunjukkan bahwa semua variabel corporate governance tidak terkait dengan leverage keuangan kecuali ukuran dewan (BD_SIZE) yang berhubungan positif dan signifikan secara statistik. Temuan-temuan ini memberikan dukungan untuk hipotesis 4 sedangkan hipotesis 5 dan 6 tidak terdukung dalam hubungan antara tata kelola perusahaan dan tingkat leverage keuangan. Namun, temuan ini konsisten dengan beberapa penelitian yang meneliti perusahaan di negara berkembang. Misalnya, [33] menemukan ada hubungan antara ukuran dewan dan leverage keuangan untuk perusahaan yang terdaftar di Cina

Untuk menguji pengaruh langsung dari leverage keuangan terhadap kinerja perusahaan, peneliti menggunakan leverage (LEV) sebagai variabel independen dalam model (3). Koefisien pada LEV adalah 0,865 dan secara statistik tidak signifikan pada tingkat 1%, menunjukkan bahwa tidak ada hubungan peningkatan leverage keuangan akan menyebabkan

peningkatan kinerja perusahaan. Temuan ini tidak memberikan dukungan empiris untuk hipotesis 7 yang memprediksi hubungan positif antara leverage keuangan dan kinerja perusahaan. Namun, temuan ini sama dengan penelitian sebelumnya (misalnya, [4] [44]) yang mendokumentasikan hubungan negatif antara leverage dan kinerja perusahaan.

Peneliti menguji pengaruh leverage sebagai variable mediasi terhadap hubungan tata kelola perusahaan dan kinerja perusahaan dalam model (4). Lampiran 4 menyajikan hasil estimasi regresi OLS di mana variabel dependen adalah tobinQ. Dalam Model yang merupakan regresi OLS peneliti menjadikan model penelitian yang mencakup karakteristik tata kelola perusahaan, leverage keuangan, variable control dan TobinQ. Dimana hasilnya menunjukkan variable control yaitu ukuran perusahaan (LNTA) berhubungan positif dengan kinerja perusahaan. Hasil ini konsisten dengan penelitian sebelumnya [45]. Sedangkan untuk karakteristik tata kelola perusahaan hanya ukuran dewan (BD_SIZE) yang memiliki hubungan positif terhadap kinerja perusahaan dan hasil menunjukkan leverage keuangan tidak mampu memediasi hubungan tata kelola perusahaan dan kinerja perusahaan karena tidak signifikan secara statistic sehingga hipotesis 8 – 10 ditolak. Namun, temuan ini konsisten dengan beberapa penelitian sebelumnya. Misalnya, [42] tidak menemukan hubungan antara independensi dewan pada kinerja perusahaan untuk sampel perusahaan di Jepang. Selain itu, [4] menemukan tidak ada pengaruh independensi dewan dan audit dewan pada kinerja perusahaan untuk perusahaan di Hong Kong

SIMPULAN

Tata kelola perusahaan masih merupakan topic yang panas apabila berhubungan dengan kelangsungan perusahaan. Sering menjadi sebuah pertanyaan apakah tata kelola yang kuat bisa mengurangi resiko perusahaan (misalkan masalah investasi) dan apakah perusahaan yang relative besar mempunyai tata kelola perusahaan yang lebih baik dibandingkan perusahaan yang kecil. Sementara hasil penelitian empiris masih menghasilkan pendapat yang berbeda – beda, hal ini kemungkinan dikarenakan adanya regulator yang berbeda pada masing – masing negara, tetapi hampir semua sepakat bahwa dengan adanya tata kelola perusahaan yang kuat maka kecil kemungkinan

perusahaan mengampir resiko keuangan yang tinggi (*over-leveraged*) serta selalu berusaha meningkatkan kinerja perusahaan. Dalam makalah ini peneliti mencoba memakai sampel kecil perusahaan di Indonesia pada tahun 2014-2016 untuk mencoba menjelaskan hubungan yang terjadi tata kelola perusahaan dan leverage keuangan dengan kinerja perusahaan. Peneliti menemukan bahwa tata kelola perusahaan yang kami gunakan (yaitu ukuran dewan, independensi dewan dan ukuran komite audit) memiliki pengaruh secara langsung terhadap kinerja perusahaan, begitu juga dengan leverage keuangan memiliki hubungan langsung positif terhadap kinerja perusahaan. Peneliti juga menemukan dalam penelitian ini bahwa leverage tidak memediasi hubungan antara tata kelola perusahaan dengan kinerja perusahaan.

REFERENSI

- [1] N. Rajagopalan and Y. Zhang, "Corporate governance reforms in China and India: Challenges and opportunities," *Bus. Horiz.*, vol. 51, no. 1, pp. 55–64, 2008.
- [2] Andre Shleifer and Robert W. Vishny, "The limits of arbitrage," *J. Finance*, vol. 52, no. 1, pp. 35–55, 1997.
- [3] M. W. Peng and Y. Jiang, "Institutions behind family ownership and control in large firms," *J. Manag. Stud.*, vol. 47, no. 2, pp. 253–273, 2010.
- [4] M. C. Chen, S. J. Cheng, and Y. Hwang, "An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance," *J. Intellect. Cap.*, vol. 6, no. 2, pp. 159–176, 2005.
- [5] M. Hossain, A. K. Prevost, and R. P. Rao, "Corporate governance in New Zealand: The effect of the 1993 Companies Act on the relation between board composition and firm performance," *Pacific Basin Financ. J.*, vol. 9, no. 2, pp. 119–145, 2001.
- [6] Francisco Gonzalez ; zhayong Yun, "Risk Management and Firm Value: Evidence from Weather Derivatives," *J. Finance*, vol. 68, no. 5, pp. 1–47, 2013.
- [7] C. Vithessonthi and J. Tongurai, "The Effect of Firm Size on the Leverage-Performance Relationship during the Financial Crisis of 2007–2009," 2013.
- [8] B. B. Sanjai Bhagat, "Firm size and the effectiveness of the market for corporate control," *J. Corp. Financ.*, vol. 15, pp. 257–273, 2008.
- [9] P. Duffhues and R. Kabir, "Is the pay-performance relationship always positive?. Evidence from the Netherlands," *J. Multinat. Financ. Manag.*, vol. 18, no. 1, pp. 45–60, 2008.
- [10] T. Yang and S. Zhao, "CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment," *J. Bank. Financ.*, vol. 49, pp. 534–552, 2014.
- [11] F. Modigliani and M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *Am. Econ. Rev.*, vol. 158, no. 4, pp. 261–296, 1958.
- [12] A. Kraus and R. H. Litzenberger, "A State Preference Model of Optimal Financial Leverage," *J. Finance*, pp. 911–922, 1973.
- [13] S. C. Myers, "The Capital Structure Puzzle," *J. Finance*, vol. 39, no. 3, pp. 575–590, 1984.
- [14] E. H. Kim, "A Mean-Variance Theory Of Optimal Capital Structure And Corporate Debt Capacity," *J. Finance*, vol. 33, no. 1, pp. 45–63, 1978.
- [15] S. Myers and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," vol. 13, pp. 187–221, 1984.
- [16] S. A. Ross, "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach," *Bell J. Econ.*, vol. 8, no. 1, p. 23, 1977.
- [17] M. C. Jensen and W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *J. financ. econ.*,

- vol. 3, no. 4, pp. 305–360, 1976.
- [18] M. C. Jensen, “Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers,” vol. 76, no. 2, pp. 323–329, 1986.
- [19] O. H. and J. Moore, “A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital,” *oxford journals*, vol. 109, no. 4, pp. 841–879, 1994.
- [20] J. T. Connelly, P. Limpaphayom, and N. J. Nagarajan, “Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand,” *J. Bank. Financ.*, vol. 36, no. 6, pp. 1722–1743, 2012.
- [21] Y. T. Mak and Y. Kusnadi, “Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value,” *Pacific Basin Financ. J.*, vol. 13, no. 3, pp. 301–318, 2005.
- [22] R. C. Anderson, “Board Characteristics , Accounting Report Integrity , and Cost of Debt,” no. May 2016, 2004.
- [23] B. Jackling and S. Johl, “Board structure and firm performance: Evidence from India’s top companies,” *Corp. Gov. An Int. Rev.*, vol. 17, no. 4, pp. 492–509, 2009.
- [24] T. Eisenberg, S. Sundgren, and M. T. Wells, “Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms,” *J. financ. econ.*, vol. 48, no. 1, pp. 35–54, 1998.
- [25] B. Muniandy and J. Hillier, “Board independence, investment opportunity set and performance of South African firms,” *Pacific Basin Financ. J.*, vol. 35, pp. 108–124, 2015.
- [26] A. Agrawal and C. Knoeber, “Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders,” *Financ. Quant. Anal.*, vol. 31, no. 3, pp. 377–397, 1996.
- [27] R. Haniffa and M. Hudaib, “Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies,” *J. Bus. Financ. Account.*, vol. 33, no. 7–8, pp. 1034–1062, 2006.
- [28] H. Aldamen, K. Duncan, S. Kelly, R. P. McNamara, and S. Nagel, “Audit Committee Characteristics and Firm Performance During the Global Financial Crisis,” *Ssrn*, pp. 971–1000, 2012.
- [29] S. P. P. Kothari, “Capital markets research in accounting,” *J. Account. Econ.*, vol. 31, no. 1–3, pp. 105–231, 2001.
- [30] M. S. Beasley, “Empirical Analysis the of Board the Relation of Financial Between Composition Statement Fraud,” *Account. Rev.*, vol. 71, no. 4, pp. 443–465, 1996.
- [31] D. Yermack, “Higher market valuation for firms with a small board of directors.,” *J. Financ. Econ.*, vol. 40, no. 1494, pp. 185–211, 1996.
- [32] A. N. Berger and E. Bonaccorsi di Patti, “Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry,” *J. Bank. Financ.*, vol. 30, no. 4, pp. 1065–1102, 2006.
- [33] E. C. Wen, *The Value Relevance of the Fair Value Hierarchy of FAS 157*. 2012.
- [34] A. Antoniou, Y. Guney, and K. Paudyal, “The Determinants of Capital Structure : Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions,” *J. Financ. Quant. Anal.*, vol. 43, no. 1, pp. 59–92, 2008.
- [35] J. Cai and Z. Zhang, “Leverage change, debt overhang, and stock prices,” *J. Corp. Financ.*, vol. 17, no. 3, pp. 391–402, 2011.
- [36] D. Margaritis and M. Psillaki, “Capital structure, equity ownership and firm performance,” *J. Bank. Financ.*, vol. 34, no. 3, pp. 621–632, 2010.
- [37] kadek ayu citra pradnya paramita Parta and

- ida bagus panji Sedana, "Peran Struktur Modal Dalam Memediasi Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Properti Di BEI," *e-jurnal Manaj. unud*, vol. 7, no. 5, pp. 2680–2709, 2018.
- [38] S. Hermuningsih, "Pengaruh Profitabilitas, Size Terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening," *J. Siasat Bisnis*, vol. vol 16, no. 2, pp. 232–242, 2012.
- [39] R. Rathish Bhatt Sujoy Bhattacharya, "Board structure and firm performance in Indian IT firms," *J. Adv. Manag. Res.*, vol. 12, no. 3, pp. 232–248, 2015.
- [40] N. L. Driffield, V. Mahambare, and S. Pal, "How Does Ownership Structure Affect Capital Structure and Firm Value? Recent Evidence from East Asia," *Econ. Transit.*, vol. 15, no. September 2005, pp. 535–573, 2007.
- [41] M. R. King and E. B. Santor, "Family Values: Ownership Structure and Performance of Canadian Firms," *Financ. Syst. Rev.*, no. June, pp. 91–93, 2007.
- [42] P. Nguyen, "Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms," *Pacific Basin Financ. J.*, vol. 19, no. 3, pp. 278–297, 2011.
- [43] P. M. Healy and K. G. Palepu, "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, no. 1–3. North-Holland, pp. 405–440, 01-Sep-2001.
- [44] B. Seifert, H. Gonenc, and J. Wright, "The international evidence on performance and equity ownership by insiders, blockholders, and institutions," *J. Multinat. Financ. Manag.*, vol. 15, no. 2, pp. 171–191, 2005.
- [45] K. Elsayed, "Does CEO duality really affect corporate performance?," *Corp. Gov. An Int. Rev.*, vol. 15, no. 6, pp. 1203–1214, 2007.

Table 1**Descriptive statistic**

	TOBI NQ	BD_AU IT	BD_I ND	BD_LAVE SIZERAGE	FIRM_S IZE
Mean	7.48	3.15	0.71	4.59	48.94
Median	7.29	3.00	1.00	4.00	50.07
Maximum	9.38	5.00	1.00	0	0
Minimum	6.72	2.00	0.00	2.00	0.77
Std. Dev.	0.60	0.47	0.45	1.92	21.85
Skewness	0.92	2.17	-0.95	1.17	0.37
Kurtosis	3.05	8.80	1.89	4.57	3.20
Observations	360	360	360	360	360

Table 2**Pearson Correlation**

	TOBI NQ	BD_AU DIT	BD_IN D	BD_LAVE SIZERAGE	FIRM_S IZE
TOBIN Q	1				
BD_AU DIT	0.28	1			
BD_IN D	-0.04	-0.47	1		
BD_SIZ E	0.61	0.30	-0.16	1	
LAV ERAGE	-0.03	-0.10	0.08	-0.221	1
FIRM_ SIZE	0.68	0.26	-0.16	0.56	-0.03

Lampiran 1

Dependent Variable: TOBINQ
 Method: Least Squares
 Sample: 1 360
 Included observations: 360

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.183315	0.184031	33.5993	0.0000
BD_AUDIT	0.168092	0.051984	3.23351	0.0013
BD_IND	0.223091	0.052560	4.24448	0.0000
BD_SIZE	0.096165	0.013580	7.08161	0.0000
FIRM_SIZE	1.01E-14	8.65E-16	11.6379	0.0000
R-squared	0.582537	Mean dependent var	7.486994	
Adjusted R-squared	0.576640	S.D. dependent var	0.609641	
S.E. of regression	0.396670	Akaike criterion	1.005101	
Sum squared resid	55.70081	Schwarz criterion	1.069870	
Log likelihood	-174.9182	Hannan-Quinn criter.	1.030854	
F-statistic	98.79573	Durbin-Watson stat	1.774351	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Lampiran 2

Dependent Variable:
 LAVERAGE
 Method: Least Squares
 Sample: 1 360
 Included observations: 360

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	68.06412	8.80	1308.7733409	0.0000
BD_AUDIT	-0.703155	2.48	6156.0282828	0.7775
BD_IND	1.051168	2.51	3697.0418176	0.6761
BOD_SIZE	-2.472556	0.64	9445.3807184	0.0002
FIRM_SIZE	1.15E-13	4.14E-14	2.777173	0.0058
R-squared	0.256631	Mean dependent var	48.94219	
Adjusted R-squared	0.246131	S.D. dependent var	21.84934	
S.E. of regression	18.97082	Akaike criterion	8.740207	
Sum squared resid	127401.7	Schwarz criterion	8.804975	
Log likelihood	-1567.237	Hannan-Quinn criter.	8.765960	
F-statistic	24.44207	Durbin-Watson stat	2.053462	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Lampiran 3

Dependent Variable: TOBINQ
 Method: Least Squares
 Sample: 1 360
 Included observations: 360

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.343939	0.058788	124.9217	0.0000
LAVERAGE	-0.000190	8.00E-08	-0.175808	0.8605
FIRM_SIZE	1.41E-14	16	17.58735	0.0000
Mean				
R-squared	0.464585	dependent var	7.486994	
Adjusted R-squared	0.461586	S.D. dependent var	0.609641	
S.E. of regression	0.447335	Akaike info criterion	1.237279	
Sum squared resid	71.43869	Schwarz criterion	1.269663	
Log likelihood	-219.7103	Hannan-Quinn criter.	1.250156	
F-statistic	154.8865	Durbin-Watson stat	1.845392	
Prob(F-statistic)	0.000000			

LAVERAGE	38	0.062427	
BD_IND*LAVERAGE	0.002071	56	2 0.3800
BD_SIZE*LAVERAGE	0.000371	88	9 0.5904
FIRM_SIZE	9.45E-15	16	9 0.0000
Mean			
R-squared	0.602741	dependent var	7.486994
Adjusted R-squared	0.591358	S.D. dependent var	0.609641
S.E. of regression	0.389714	Akaike info criterion	0.983271
Sum squared resid	53.00505	Schwarz criterion	1.102013
Log likelihood	-165.9888	Hannan-Quinn criter.	1.030485
F-statistic	52.95194	Durbin-Watson stat	1.767289
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran 4

Dependent Variable: TOBINQ
 Method: Least Squares
 Sample: 1 360
 Included observations: 360

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.997848	0.418261	14.33997	0.0000
BD_AUDIT	0.176529	0.121389	1.45424	0.1468
BD_IND	0.121302	0.123948	0.97865	0.3284
BD_SIZE	0.092392	0.031442	2.93851	0.0035
LAVERAGE	0.001887	0.009151	0.20623	0.8367
BD_AUDIT*LAVERAGE	-0.000165	0.0026	-	0.9503