



Pengaruh *Good Corporate Governance* Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Keuangan Sebagai Variabel Mediasi (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2017-2021)

Elizabet Desi Astuti , Saring Suhendro

Fakultas Ekonomi & Bisnis, Universitas Lampung

E-mail : elizabethdesi99@gmail.com saring.suhendro@feb.unila.ac.id

Abstract This research aims to determine the effect of good corporate governance on company value with financial performance as a mediating variable in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in the 2017-2021 period. This research is a type of quantitative research that uses a sample of 652 data obtained from 154 manufacturing companies. The technique for analyzing data in this research uses the classic assumption test, path analysis, and hypothesis testing with the f test, t test, and coefficient of determination test. Based on the results of data analysis, it can be concluded that (1) institutional ownership has a negative effect on company value, (2) managerial ownership has a negative effect on company value, (3) institutional ownership has a positive effect on financial performance, (4) managerial ownership has no effect on financial performance, (5) financial performance has a positive effect on company value, (6) institutional ownership has a positive effect on company value through financial performance, (7) managerial ownership has a positive effect on company value through financial performance.

Keywords: Institutional Ownership; Managerial Ownership; Financial Performance; and Company Value

Abstrak Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *Good Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan dengan kinerja keuangan sebagai variabel mediasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2017-2021. Penelitian ini merupakan jenis penelitian kuantitatif yang menggunakan sampel sebanyak 652 data yang diperoleh dari 154 perusahaan manufaktur. Teknik untuk menganalisis data pada penelitian ini menggunakan uji asumsi klasik, analisis jalur, serta uji hipotesis dengan uji f, uji t, dan uji koefisien determinasi. Berdasarkan hasil analisis data dapat disimpulkan bahwa (1) kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, (2) kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, (3) kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan, (4) kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan, (5) kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, (6) kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kinerja keuangan, (7) kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kinerja keuangan.

Kata Kunci: Kepemilikan Institusional; Kepemilikan Manajerial; Kinerja Keuangan; dan Nilai Perusahaan

PENDAHULUAN

Terjadinya krisis ekonomi di Asia pada tahun 1997-1998 telah mengakibatkan banyak perusahaan jatuh dalam kebangkrutan. Diketahui dari situs berita Detiknews (2018) persentase kebangkrutan perusahaan terbuka di Indonesia bahkan mencapai 70% dari seluruh perusahaan yang tercatat di pasar modal dan sektor manufaktur merupakan sektor yang terdampak cukup parah. Krisis yang kemudian sangat merugikan perusahaan ini diduga akibat tidak diterapkannya *Good Corporate Governance* (GCG). Berdasarkan hasil survei dari *Asian Corporate Governance Association* (ACGA) pada tahun 2020 yang dilakukan pada 12 negara di Asia, Indonesia berada pada peringkat terendah setelah China dan Filipina. Dijelaskan bahwa Indonesia mendapatkan poin yang paling rendah yaitu hanya sebesar 200 poin dari 119 pertanyaan yang diberikan dalam survei. Tambunan *et al.*, (2017) mengatakan GCG bertujuan

untuk meningkatkan kualitas atau nilai tambah sebuah perusahaan. Oleh sebab itu, GCG penting untuk dilaksanakan dengan tujuan meningkatkan nilai perusahaan dan mencegah kejadian yang dapat merugikan perusahaan dimasa yang akan datang. Oleh karena itu, untuk meningkatkan nilai perusahaan dibutuhkan kerjasama dari semua pihak serta dibutuhkan pengelolaan bisnis yang baik. Sektor manufaktur yang sebelumnya merupakan sektor yang terdampak cukup parah pada masa krisis 1997-1998 juga merupakan salah satu sektor industri andalan bagi Indonesia yang terus didorong untuk mendongkrak produk domestik bruto. Beberapa perusahaan dalam industri manufaktur yang memiliki kapitalisasi pasar yang besar tersaji dalam tabel berikut.

Tabel 1. ROA dan Nilai Perusahaan Sektor Manufaktur Tahun 2020-2021

| Kode | 2020 | 2021 | 2020 | 2021 |
|-------------------|----------------------|----------------------|-------------|-------------|
| Perusahaan | <i>Closing Price</i> | <i>Closing Price</i> | ROA | ROA |
| JPFA | Rp2.110 | Rp1.450 | 4,71% | 7,45% |
| FASW | Rp7.600 | Rp6.175 | 3,07% | 4,62% |
| MYOR | Rp2.460 | Rp1.750 | 10,61% | 6,08% |
| STTP | Rp6.900 | Rp6.800 | 18,23% | 15,76% |
| GGRM | Rp36.100 | Rp30.700 | 9,78% | 6,23% |

Sumber: Data diolah peneliti 2023

Dapat kita lihat pada Tabel 1.1 bahwa pada perusahaan-perusahaan di Industri manufaktur diantaranya JPFA, FAWS, MYOR, STTP, dan GGRM mengalami penurunan harga saham yang merupakan refleksi dari nilai perusahaan dari akhir tahun 2020 ke 2021. Dalam Tabel 1.1 terlihat bahwa JPFA, FAWS, MYOR, STTP, dan GGRM mengalami penurunan harga saham dari tahun 2020 ke 2021. Padahal berdasarkan laporan tahunan yang dirilis oleh kelima perusahaan tersebut diketahui bahwa semuanya telah menerapkan *Good Corporate Governance*.

Berdasarkan gambaran kelima perusahaan tersebut tentu kita dapat melihat bahwa kondisinya berbanding terbalik dengan teori yang telah ada. Teori mengungkapkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh GCG. Dimana seharusnya investor akan bersedia membeli saham di perusahaan yang menerapkan *Good Corporate Governance*. Terlebih, seharusnya dengan adanya kepemilikan institusional tentu perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh institusi akan diawasi secara profesional oleh institusi yang memiliki kepemilikan di perusahaan tersebut. Selain itu, dengan adanya saham yang dimiliki oleh pihak manajerial maka akan membuat nilai perusahaan menjadi meningkat juga. Karena kepemilikan manajerial merupakan bagian dalam

kepemilikan saham perusahaan, yang kemudian mereka akan berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan sehingga bisa menikmati sebagian keuntungannya tersebut.

Dengan adanya kepemilikan manajerial yang turut meningkatkan kinerja keuangan, dan dengan adanya kepemilikan institusional yang turut memonitoring kinerja para manajemen perusahaan, maka kedua proksi tersebut juga diyakini mampu membuat kinerja keuangan perusahaan menjadi baik sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan yang kemudian akan menarik investor untuk membeli saham perusahaan yang menerapkan *Good Corporate Governance*. Tetapi, pada fenomena yang terjadi pada kelima perusahaan manufaktur yang tersebut pada Tabel 1.1 menunjukkan bahwa adanya GCG, tidak mampu meningkatkan nilai dari suatu perusahaan. Justru fenomena tersebut menunjukkan diterapkannya GCG membuat nilai perusahaan menurun. Ini menunjukkan masih adanya gap fenomena terkait *Good Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan.

Tidak hanya gap pada fenomena, tetapi ditemukan pula gap dari hasil penelitian terdahulu yang terkait, antara lain untuk proksi kepemilikan institusional yaitu penelitian oleh Wiguna dan Yusuf (2019) serta Tambunan *et al.* (2017) menunjukkan hasil kepemilikan institusional berpengaruh signifikan sekaligus positif pada nilai perusahaan. Namun, Budiharjo (2020), Tjahjono (2017), serta Amaliyah dan Herwiyanti (2019) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan.

Kemudian untuk proksi kepemilikan manajerial, Hadiwijaya *et al.* (2016), Pratiwi dkk. (2016), serta Hermiyetti dan Katlanis (2017) menerangkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan dan positif pada nilai perusahaan. Namun, Pangaribuan (2017) serta Royani dkk. (2020) menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada nilai perusahaan.

Selain dengan menerapkan GCG yang bisa mempengaruhi nilai perusahaan, dalam perjalanannya, nilai perusahaan juga dapat terpengaruh dari adanya kinerja keuangan sekaligus sebagai mediasi antara GCG dan nilai perusahaan. Newell dan Wilson (2002) pada survei yang dilakukannya, menunjukkan bahwa perusahaan yang menerapkan GCG melalui kinerja keuangan dapat menarik investor di perusahaan tersebut yang berefek pada pergerakan positif pada harga saham.

Pada Tabel 1.1 terlihat pula pada perusahaan dengan kode MYOR, STTP dan GGRM telah terjadi penurunan nilai perusahaan dari tahun 2020 ke tahun 2021 yang tercermin dari penutupan harga per lembar sahamnya. Penurunan nilai saham ini beriringan dengan penurunan kinerja keuangan ketiga perusahaan tersebut. Kemudian walaupun *Good Corporate*

Governance telah diterapkan tetapi hal ini tidak diikuti atas meningkatnya kinerja keuangan dan nilai perusahaan tersebut.

Kemudian pada PT. Japfa Comfeed Indonesia Tbk. (JPFA) terlihat bahwa perusahaan tersebut mengalami penurunan nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham yang turun sebesar Rp660 dari tahun 2020 ke tahun 2021 dengan ROA yang mengalami peningkatan sebesar 2,74%. Hal yang sama juga terjadi pada FASW, dimana pada 2021 mengalami penurunan nilai perusahaan dengan ROA yang meningkat 1,55% dari tahun 2020 ke tahun 2021. Pada kedua perusahaan tersebut dapat kita lihat bahwa seluruhnya telah menerapkan GCG. Hal ini tentu berbeda dengan tiga perusahaan sebelumnya yang dimana penerapan GCG tidak diiringi peningkatan kinerja keuangan. Akan tetapi pada JPFA dan FASW penerapan GCG dapat mengiringi peningkatan kinerja keuangan namun tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Kondisi perusahaan dengan kode JPFA dan FASW diatas ini berbeda dengan apa yang seharusnya terjadi. Seharusnya, ketika kinerja keuangan meningkat maka akan diiringi dengan peningkatan nilai perusahaan.

Nugraha dan Hwihanus (2019) mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang baik dapat meningkatkan kepercayaan investor memiliki keinginan untuk berinvestasi pada saham tersebut. Selain itu, Petta dan Tarigan (2017) mengatakan bahwa ditemukan hubungan positif kepemilikan institusional dengan kinerja keuangan. Tetapi fenomena yang ada menunjukkan bahwa ROA yang meningkat tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan yang terlihat dari *closing price* akhir tahun 2020 dan 2021.

Beberapa penelitian sebelumnya yang meneliti kinerja keuangan sebagai intervening antara GCG dengan nilai perusahaan juga masih terjadi tidak konsistennya hasil penelitian. Diantaranya Nugraha dan Hwihanus (2019) yang menyimpulkan bahwa GCG ternyata berpengaruh signifikan pada kinerja keuangan yang dimana kinerja keuangan itu juga berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan. Adanya gap fenomena serta tidak konsistennya hasil penelitian sebelumnya. Maka, perlu untuk melanjutkan penelitian pengaruh *Good Corporate Governance* pada nilai perusahaan dengan menambahkan kinerja keuangan sebagai variabel mediasi dan dengan objek perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI periode 2017-2021.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan, seperti yang didefinisikan oleh Jensen dan Meckling (1976), adalah kontrak antara pemegang saham (principal) dengan manajer (agent). Pemegang saham dianggap sebagai entitas yang menyediakan sumber daya (dana) untuk manajemen. Di sisi lain, manajemen adalah pihak yang berhak atas sumber daya untuk memberikan layanan sesuai dengan kepentingan dan wewenang klien atau agennya dan berhak untuk memutuskan bagaimana mereka akan mencapai tujuan mereka. Weston & Copeland (1995), menjelaskan bahwa munculnya hubungan antara prinsipal dan agen menimbulkan dua permasalahan yaitu konflik kepentingan dan asimetri informasi. Dalam pandangan pemilik perusahaan, mereka menginginkan keuntungan atas operasional perusahaannya. Pemilik kemudian mempekerjakan orang lain untuk mencapai keinginan tersebut yang kemudian bertindak sebagai manajemen perusahaan dan diberikan kewenangan untuk mengelola perusahaan agar dapat memberikan keuntungan yang besar bagi pemilik perusahaan, tetapi pihak agent memiliki kepentingan tersendiri, kewenangan dan tanggungjawab yang diberikan prinsipal kepada agen memberikan agen keleluasaan untuk bertindak yang berkaitan dengan perusahaan. Amaliyah dan Herwiyanti (2019) menjelaskan bahwa *agency conflict* dapat diminimalisir risiko dengan menerapkan *Good Corporate Governance*. Keterkaitan antara teori terhadap penelitian ini adalah pada variabel kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial.

Teori Sinyal

Brigham dan Houston (2011) mengatakan bahwa yang dimaksud dengan teori sinyal adalah sebuah sinyal atau aksi dari pihak manajemen dengan memberikan sinyal kepada investor terkait pandangan manajemen dalam melihat keuntungan yang akan diperoleh dimasa depan untuk menghindari penjualan saham serta tetap melakukan usaha agar mendapatkan modal baru. Nugraha dan Hwihanus (2019) juga menjelaskan informasi keuangan yang diungkapkan oleh perusahaan memiliki tujuan untuk mencegah atau mengurangi dari asimetri informasi. Teori ini berkaitan dengan salah satu variabel yang diteliti yaitu kinerja keuangan. Ini dikarenakan semakin baik atau meningkat kinerja keuangan perusahaan, maka akan datang sinyal yang positif terhadap calon investor yang memiliki rencana untuk berinvestasi di perusahaan dengan pandangan perusahaan mempunyai pengelolaan yang baik dan memiliki prospek yang baik dimasa depan, begitupun sebaliknya.

Efficient Market Hypothesis (EMH)

Teori *efficient market hypothesis* (hipotesis pasar efisien) menyatakan bahwa harga saham yang terbentuk merupakan refleksi dari seluruh informasi yang ada. Fama (1970)

memberikan pengertian bahwa konsep pasar yang efisien berarti tidak ada pihak yang akan memperoleh return tidak normal (*abnormal return*), baik investor individu maupun investor institusi. Dapat dikatakan bahwa harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada. Investor yang berlaku rasional akan menilai saham berdasarkan nilai fundamental. Ketika investor mengetahui adanya informasi baru yang akan mempengaruhi nilai fundamental saham maka mereka akan cepat bereaksi terhadap informasi tersebut dengan melakukan bid pada harga tinggi ketika mendapatkan sinyal/informasi bagus (*good news*) dan melakukan bid pada harga rendah ketika mendapatkan sinyal/informasi buruk (*bad news*).

Hipotesis

- H1: Kepemilikan Institusional berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.
- H2: Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.
- H3: Kepemilikan Institusional berpengaruh positif terhadap Kinerja Keuangan.
- H4: Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap Kinerja Keuangan.
- H5: Kinerja Keuangan berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.
- H6: Kepemilikan Institusional berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan melalui Kinerja Keuangan.
- H7: Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan melalui Kinerja Keuangan.

METODE PENELITIAN

Tabel 2. Pengukuran Variabel Penelitian

| Variabel | Pengukuran Variabel |
|--------------------------------|---|
| Dependen | |
| Nilai Perusahaan (Y) | Menggunakan pengukuran <i>Price Book Value</i> (PBV) yang diadopsi dari penelitian Nurminda <i>et al.</i> , (2017). $PBV = \frac{\text{Harga Saham}}{\text{Nilai Buku Saham}}$ |
| Independen | |
| Kepemilikan Institusional (X1) | Pengukuran Kepemilikan Institusional (KI) menurut penelitian Dewi dan Gustyana (2020) adalah sebagai berikut: $KI = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki pihak institusi}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$ |
| Kepemilikan Manajerial (X2) | Pengukuran Kepemilikan Manajerial (KM) sesuai dengan penelitian Sintyawati & Dewi (2018) adalah sebagai berikut: |

| | |
|----------------------|---|
| | $KM = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki pihak manajerial}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$ |
| Intervening | |
| Kinerja Keuangan (Z) | Kinerja keuangan diukur dengan <i>Return on Assets</i> (ROA) yang diadopsi dari penelitian oleh Sarafina dan Saifi (2017). $ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$ |

Sumber: Data diolah peneliti 2023

Penelitian menggunakan teknik *purposive sampling*. Dari seleksi sampel penelitian, tersedia 657 data yang diperoleh dari 154 perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI 2017 - 2021. Dalam proses seleksi sampel terdapat 193 data perusahaan yang tidak tersedia. Lalu ada 235 data perusahaan yang mengalami kerugian selama tahun 2017-2021. Sehingga hanya terdapat 657 data perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian ini yang diperoleh dari 195 perusahaan. Namun dalam proses pengolahan data ditemukan 5 data perusahaan yang terlalu ekstrim dan harus dikeluarkan dari sampel penelitian. Sehingga total sampel akhirnya adalah sejumlah 652 data yang diperoleh dari 154 perusahaan sektor manufaktur. Untuk pengumpulan data berasal dari sumber sekunder dengan teknik pengumpulan dokumentasi yang diambil dari situs BEI www.idx.co.id serta melalui situs web perusahaan. Analisis data menggunakan statistik deskriptif, uji asumsi klasik serta regresi linier berganda dengan analisis jalur.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 3. Hasil Uji Statistik Deskriptif

| Variabel | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|------------------------|-----|---------|---------|---------|----------------|
| KI | 652 | 0.0000 | 99.9431 | 62.2832 | 27.45637 |
| KM | 652 | 0.0000 | 95.6250 | 11.8827 | 22.26298 |
| ROA | 652 | 0.0018 | 52.6704 | 6.4243 | 6.77336 |
| PBV | 652 | 0.0133 | 64.8170 | 2.3890 | 5.20767 |
| Valid N (listwise) 652 | | | | | |

Sumber: Output SPSS v.26, hasil olah data peneliti (2023)

Uji Asumsi Klasik

Tabel 4. Hasil Uji Normalitas

| | |
|--------------|-------------------|
| Sig. Model I | .100 ^d |
|--------------|-------------------|

| | |
|---------------|-------------------|
| Sig. Model II | .136 ^d |
|---------------|-------------------|

Sumber: Output SPSS v.26, hasil olah data peneliti (2023)

Hasil uji normalitas diatas menunjukkan hasil bahwa nilai signifikansi model I yaitu sebesar 0,100 dan model II sebesar 0,136 yang berarti bahwa pada model I maupun model II telah memiliki nilai yang lebih besar dari tingkat signifikansi, yaitu sebesar 0,05. Sehingga dapat dikatakan data terdistribusi normal.

Tabel 5. Hasil Uji Multikolinearitas

| Variabel | Model I | | Model II | |
|----------|-----------|-------|-----------|-------|
| | Tolerance | VIF | Tolerance | VIF |
| KI | .588 | 1.701 | .599 | 1.671 |
| KM | .598 | 1.673 | .599 | 1.671 |
| ROA | .978 | 1.022 | | |

Sumber: Output SPSS v.26, hasil olah data peneliti (2023)

Hasilnya menunjukkan bahwa nilai tolerance tidak kurang dari 0,10. Begitupun dengan Variance Inflation Factor yang nilainya tidak lebih dari 10,00. Hasil ini menggambarkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas.

Tabel 6. Hasil Uji Heteroskedastisitas

| Variabel | Nilai Sig. | |
|----------|------------|----------|
| | Model I | Model II |
| KI | .399 | .185 |
| KM | .120 | .327 |
| ROA | .847 | |

Sumber: Output SPSS v.26, hasil olah data peneliti (2023)

Pada regresi model I, nilai signifikansi variabel KI, KM, dan ROA lebih besar dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa regresi model I tidak mengalami gejala heteroskedastisitas. Begitupun dengan regresi model II dimana nilai signifikansi dari KI dan KM lebih besar dari 0,05 maka dapat disimpulkan model II juga tidak mengalami gejala heteroskedastisitas.

Tabel 7. Hasil Uji Autokorelasi

| Model | D _U | Durbin_Watson | 4 - D _U |
|-------|----------------|---------------|--------------------|
| I | 1.687 | 1.701 | 2.313 |
| II | 1.685 | 1.806 | 2.315 |

Sumber: Output SPSS v.26, hasil olah data peneliti (2023)

Berdasarkan hasil Uji Autokorelasi pada Tabel 7 dapat dilihat bahwa pada model I dan juga model II nilai $D_U < DW < 4-D_U$. Pada model I menunjukkan hasil $1.687 < 1.701 < 2.313$ dan pada model II menunjukkan hasil $1.685 < 1.806 < 2.315$. Kedua hasil ini menunjukkan bahwa dalam model I maupun model II tidak terdapat masalah autokorelasi atau dapat dikatakan residual tidak saling berkorelasi.

Uji Hipotesis Persamaan Model yang Diregresikan Terhadap Nilai Perusahaan (Model I)

Pengujian ini dilakukan untuk menguji model I yaitu model yang diregresikan terhadap nilai perusahaan. Model I ini akan menguji hipotesis 1, 2, dan 5. Kemudian model I ini juga akan digunakan untuk menguji hipotesis 6 dan 7. Pengujian ini bertujuan untuk menguji pengaruh antara variabel KI, KM, dan ROA terhadap nilai perusahaan (PBV).

Uji F Persamaan Model yang Diregresikan Terhadap Nilai Perusahaan (Model I)

Tabel 8 Hasil Uji F Model I

| Model I | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|---------|------------|----------------|-----|-------------|--------|-------------------|
| 1 | Regression | 27.466 | 3 | 9.155 | 52.581 | .000 ^b |
| | Residual | 112.829 | 648 | .174 | | |
| | Total | 140.296 | 651 | | | |

Sumber: Output SPSS v.26, hasil olah data peneliti (2023)

Pada pengujian ini dapat diketahui bahwa derajat kebebasannya yaitu df_1 (jumlah variabel independen) = 3, dan $df_2 = (\text{jumlah data} - \text{jumlah variabel independen} - 1) = 652 - 3 - 1 = 648$. Kemudian pada tabel F, hasil yang diperoleh adalah 2,619. Sedangkan nilai F hitungnya adalah sebesar 52,581. Maka hal ini berarti bahwa nilai F hitung lebih besar dari F tabel ($52,581 > 2,619$). Lalu nilai signifikasinya yaitu 0,000 yang berarti bahwa nilai signifikansinya lebih kecil dari 0,05. Maka dapat disimpulkan bahwa, variabel KI, KM, dan ROA secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Uji t Persamaan Model yang Diregresikan Terhadap Nilai Perusahaan (Model I)

Tabel 9 Hasil Uji t Model I

| Model I | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | | t | Sig. |
|--------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--|--------|------|
| | B | Std. Error | Beta | | | |
| 1 (Constant) | -.063 | .077 | | | -.824 | .410 |
| KI | -.029 | .008 | -.165 | | -3.589 | .000 |
| KM | -.015 | .008 | -.091 | | -2.003 | .046 |
| ROA | .174 | .014 | .442 | | 12.400 | .000 |

Sumber: Output SPSS v.26, hasil olah data peneliti (2023)

Hasil model I ini berkaitan dengan kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kinerja keuangan dan nilai perusahaan.

Pada model I diketahui nilai t tabelnya adalah 1,964. Lalu berdasarkan Tabel 4.8 variabel kepemilikan institusional memiliki nilai t hitung sebesar -3.589 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Berdasarkan hasil tersebut maka dapat dikatakan bahwa variabel kepemilikan institusional secara parsial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (PBV).

Lalu untuk variabel kepemilikan manajerial nilai t hitungnya adalah sebesar -2.003 dengan nilai signifikansi sebesar 0,046. Hasil ini menunjukkan bahwa nilai t Berdasarkan hasil tersebut maka dapat dikatakan bahwa variabel kepemilikan manajerial secara parsial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (PBV).

Kemudian untuk variabel ROA nilai t hitungnya adalah sebesar 12.400 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Hasil ini menunjukkan bahwa nilai t hitung > nilai t tabel yaitu $12.328 > 1,978$ dan nilai signifikansinya $< 0,05$. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel kinerja keuangan yang diukur dengan ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV).

Uji Koefisien Determinasi (r^2) Persamaan Model yang Diregresikan Terhadap Nilai Perusahaan (Model I)

Berikutnya adalah analisis menggunakan hasil uji *R Square* dengan gambaran sebagai berikut:

Tabel 10 Hasil Uji Koefisien Determinasi Model I

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | .442 ^a | .196 | .192 | .41728 |

Sumber: Output SPSS v.26, hasil olah data peneliti (2023)

Besarnya nilai *R Square* yang terdapat pada tabel *Model Summary* adalah 0,196. Hal ini menunjukkan bahwa sumbangan pengaruh kepemilikan institusional (X1), kepemilikan manajerial (X2), dan ROA (Z) terhadap nilai perusahaan (Y) adalah sebesar 19,6% sementara sisanya 80,4% merupakan kontribusi dari variabel-variabel lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian.

Uji Hipotesis Persamaan Model yang Diregresikan Terhadap Kinerja Keuangan (Model II)

Pengujian ini dilakukan untuk menguji model II yaitu model yang diregresikan terhadap kinerja keuangan. Model II ini akan menguji hipotesis 3 dan 4. Kemudian model II

ini juga akan digunakan untuk menguji hipotesis 6 dan 7. Pengujian ini bertujuan untuk menguji pengaruh antara variabel kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan (PBV).

Uji F Persamaan Model yang Diregresikan Terhadap Kinerja Keuangan (Model II)

Tabel 11 Hasil Uji F Model II

| Model II | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|----------|------------|----------------|-----|-------------|-------|-------------------|
| 1 | Regression | 19.521 | 2 | 9.761 | 7.135 | .001 ^b |
| | Residual | 887.767 | 649 | 1.368 | | |
| | Total | 907.289 | 651 | | | |

Sumber: Output SPSS v.26, hasil olah data peneliti (2023)

Pada pengujian ini dapat diketahui bahwa derajat kebebasannya yaitu df_1 (jumlah variabel independen) = 2, dan df_2 = (jumlah data – jumlah variabel independen – 1) = $652 - 2 - 1 = 649$. Kemudian pada tabel F, hasil yang diperoleh adalah 3,010. Sedangkan nilai F hitungnya adalah sebesar 7,135. Maka hal ini berarti bahwa nilai F hitung lebih besar dari F tabel ($7,135 > 3,010$). Lalu nilai signifikasinya yaitu 0,001 yang berarti bahwa nilai signifikansinya lebih kecil dari 0,05. Maka dapat disimpulkan bahwa variabel KI dan KM secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Uji t Persamaan Model yang Diregresikan Terhadap Kinerja Keuangan (Model II)

Tabel 12 Hasil Uji t Model II

| Model II | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|----------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 1.622 | .205 | | 7.905 | .000 |
| | KI | .078 | .023 | .172 | 3.424 | .001 |
| | KM | .020 | .021 | .047 | .935 | .350 |

Sumber: Output SPSS v.26, hasil olah data peneliti (2023)

Hasil model II ini yang berkaitan dengan kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial terhadap kinerja keuangan.

Berdasarkan persamaan model tersebut diketahui nilai t tabelnya adalah 1,964. Lalu berdasarkan Tabel 12 variabel kepemilikan institusional memiliki nilai t hitung sebesar 3,424 dengan nilai signifikansi sebesar 0,001. Hasil ini menunjukkan bahwa nilai t hitung > nilai t tabel yaitu $3,424 < 1,964$ dengan nilai signifikansi < 0,05. Berdasarkan hasil tersebut maka dapat dikatakan bahwa variabel kepemilikan institusional secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap ROA.

Kemudian nilai t hitung dari variabel kepemilikan manajerial adalah sebesar 0,935 dengan nilai signifikansi sebesar 0,350. Hasil ini menunjukkan bahwa nilai t hitung < nilai t tabel yaitu $0,935 < 1,964$ dengan nilai signifikansi > 0,05. Berdasarkan hasil tersebut maka dapat dikatakan bahwa variabel kepemilikan manajerial secara parsial tidak berpengaruh terhadap ROA.

Uji Koefisien Determinasi (r^2) Persamaan Model yang Diregresikan Terhadap Kinerja Keuangan (Model II)

Tabel 13 Hasil Uji Koefisien Determinasi Model II

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | .147 ^a | .022 | .019 | 1.16957 |

Sumber: Output SPSS v.26, hasil olah data peneliti (2023)

Besarnya nilai *R Square* yang terdapat pada tabel *Model Summary* adalah sebesar 0,022. Hal ini menunjukkan bahwa sumbangan pengaruh kepemilikan institusional (X1) dan kepemilikan manajerial (X2) terhadap ROA (Z) adalah sebesar 2,2% sementara sisanya 97,8% merupakan kontribusi dari variabel-variabel lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian.

Hasil Uji Hipotesis dengan Analisis Jalur

Berdasarkan analisis jalur, maka terbentuk dua model persamaan yaitu:

NP = -0,063 - 0,029 KI - 0,015 KM + 0,174 KK + 0,898 (Model I)

KK = 1,622 + 0,078 KI + 0,020 KM + 0,989 (Model II)

Tabel 14 Hasil Analisis Jalur

| Model | Pengaruh Variabel | Pengaruh Langsung | Pengaruh Tidak Langsung |
|-------|--|-------------------|------------------------------|
| I | Kepemilikan Institusional => Nilai Perusahaan (PBV) | -0,029 | - |
| | Kepemilikan Manajerial => Nilai Perusahaan (PBV) | -0,015 | - |
| | Kinerja Keuangan (ROA) => Nilai Perusahaan (PBV) | 0,174 | - |
| II | Kepemilikan Institusional => Kinerja Keuangan (ROA) | 0,078 | - |
| | Kepemilikan Manajerial => Kinerja Keuangan (ROA) | 0,020 | - |
| | Kepemilikan Institusional => Nilai Perusahaan (PBV) melalui Kinerja Keuangan (ROA) | - | $0,078 \times 0,174 = 0,014$ |

| | | |
|---|---|-----------------------|
| Kepemilikan Manajerial => Nilai Perusahaan (PBV) melalui Kinerja Keuangan (ROA) | - | 0,020 x 0,174 = 0,003 |
|---|---|-----------------------|

Sumber: Output SPSS v.26, hasil olah data peneliti (2023)

Dari hasil perhitungan model I ditemukan bahwa nilai pengaruh langsung dari kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan (PBV) yang diperoleh adalah sebesar -0,029. Kemudian, nilai pengaruh langsung kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan (PBV) adalah sebesar -0,015 dan nilai pengaruh langsung dari ROA terhadap nilai perusahaan (PBV) adalah sebesar 0,174. Kemudian nilai ε_1 dalam model I adalah sebesar 0,898.

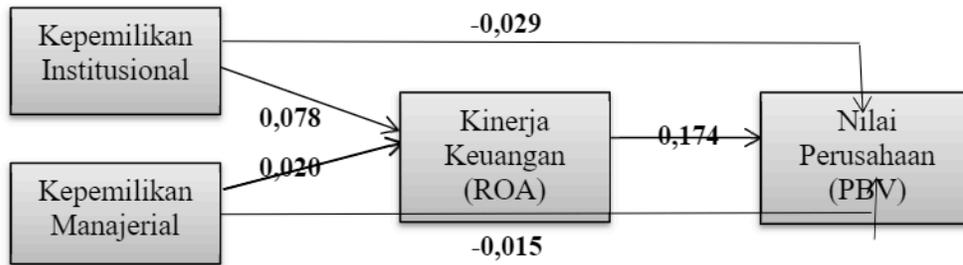
Lalu dari hasil perhitungan model II ditemukan bahwa nilai pengaruh langsung dari kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan (ROA) adalah sebesar 0,078 dan nilai pengaruh langsung kepemilikan manajerial terhadap kinerja keuangan (ROA) adalah sebesar 0,020. Kemudian nilai ε_2 dalam model II ini adalah sebesar 0,989.

Kemudian untuk nilai pengaruh tidak langsung dari kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan adalah sebesar 0,014 yang diperoleh dari perkalian nilai pengaruh langsung dari kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan dengan nilai pengaruh langsung dari kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan yaitu $0,078 \times 0,174$. Lalu untuk pengaruh tidak langsung dari kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan adalah sebesar 0,003 yang diperoleh dari perkalian nilai pengaruh langsung dari kepemilikan manajerial terhadap kinerja keuangan dengan nilai pengaruh langsung dari kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan yaitu $0,020 \times 0,174$.

Dari hasil perhitungan, nilai pengaruh langsung kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan adalah sebesar -0,029 sedangkan nilai pengaruh tidak langsung kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan adalah sebesar 0,014. Ini mengindikasikan bahwa nilai pengaruh tidak langsung lebih besar dari nilai pengaruh langsung yaitu $0,014 > -0,029$ dan juga bernilai positif, yang berarti bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kinerja keuangan.

Kemudian diketahui juga bahwa nilai pengaruh langsung kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan adalah sebesar -0,015 sedangkan nilai pengaruh tidak langsung kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan adalah sebesar 0,003. Ini mengindikasikan bahwa nilai pengaruh tidak langsung lebih besar dari nilai pengaruh langsungnya yaitu $0,003 > -0,015$ dan juga bernilai positif, yang berarti bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kinerja keuangan.

Berdasarkan uraian diatas, maka dapat disusun diagram jalur sebagai berikut:



Gambar 1 Diagram Jalur

Pembahasan

Hasil pengujian pada hipotesis pertama membuktikan hasil bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan PBV. Sehingga dapat dikatakan bahwa hipotesis pertama tidak terdukung. Investor institusional mayoritas memiliki kecenderungan untuk berpihak kepada manajemen dan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas. Anggapan bahwa manajemen sering mengambil tindakan atau kebijakan yang tidak optimal dan cenderung mengarah pada kepentingan pribadi mengakibatkan strategi aliansi antara investor institusional dengan pihak manajemen akan menjadi sinyal negatif bagi pihak luar. Tindakan ini akan merugikan operasional perusahaan. Dampaknya, investor tidak akan tertarik untuk menanamkan modalnya yang mengakibatkan volume perdagangan saham perusahaan akan menurun, sehingga harga saham perusahaan pun menurun dan nilai perusahaan juga akan menurun.

Hasil pada pengujian hipotesis kedua membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan *Price Book Value*. Sehingga dapat dikatakan bahwa hipotesis kedua tidak terdukung. Kepemilikan manajerial tinggi akan menurunkan nilai perusahaan, hal ini disesuaikan dengan data sekunder yang mana kepemilikan manajerial ada yang konstan setiap tahun dan ada belum stabil terkadang mengalami penurunan dan peningkatan. Pada saat kepemilikan manajerial mengalami peningkatan, tetapi tidak mempengaruhi nilai perusahaan ini diakibatkan oleh kepemilikan manajerial masih kurang dari seratus persen sehingga kinerja dari manajemen belum optimal dan belum mampu meningkatkan nilai perusahaan dan dalam rapat pengambilan keputusan masih didominasi oleh pemilik karena kepemilikan saham oleh pihak manajemen masih kecil. Hal ini juga dapat memicu terjadinya konflik keagenan yang dapat menurunkan nilai perusahaan.

Hasil pada pengujian hipotesis ketiga yaitu membuktikan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan, sehingga hipotesis

ketiga terdukung. Hal ini dapat dijelaskan bahwa semakin besar nilai kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol terhadap perusahaan sehingga pemilik perusahaan bisa mengendalikan perilaku manajemen agar bertindak sesuai dengan tujuan perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Hasil pada pengujian hipotesis keempat ditemukan hasil bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur melalui ROA. Sehingga dapat dikatakan hipotesis keempat tidak terdukung. Sampel penelitian memiliki kepemilikan manajerial dengan rata-rata sangat rendah yaitu 11,88% sehingga dapat disimpulkan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan sebab insentif berupa saham untuk manajemen sangat rendah sehingga pengawasan cenderung berasal dari pemegang saham lainnya seperti investor institusi yang lebih dapat mempengaruhi pengambilan keputusan perusahaan. Hal tersebut akan mengurangi motivasi manajemen untuk bertindak baik dalam mengelola sumber daya yang akhirnya akan berdampak pada kinerja keuangan perusahaan.

Hasil pada pengujian hipotesis kelima ditemukan hasil bahwa kinerja keuangan berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Sehingga dapat dikatakan bahwa hipotesis kelima terdukung. Profitabilitas yang tinggi dapat menarik para investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan. Profit yang tinggi akan memberikan indikasi prospek perusahaan yang baik sehingga dapat memicu investor untuk ikut meningkatkan permintaan saham, sehingga harga saham meningkat yang menyebabkan nilai perusahaan juga meningkat

Hasil pada pengujian hipotesis keenam ditemukan hasil bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kinerja keuangan. Sehingga dapat dikatakan bahwa hipotesis keenam terdukung. Artinya adalah apabila ROA (profitabilitas) di perusahaan tersebut meningkat akan menarik para lembaga atau institusi untuk meningkatkan kepemilikan saham karena jika profitabilitas tinggi itu merupakan sebuah sinyal/informasi yang baik bagi para investor, yang kemudian mereka akan bereaksi untuk menanamkan modal pada perusahaan tersebut. Jika keinginan investor tinggi terhadap saham perusahaan maka harga saham ikut meningkat dan itu juga akan berpengaruh dengan tingginya nilai perusahaan.

Hasil pada pengujian hipotesis ketujuh ditemukan hasil bahwa variabel kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kinerja keuangan. Sehingga dapat dikatakan bahwa hipotesis ketujuh terdukung. Hal ini dapat dijelaskan bahwasanya adanya kepemilikan manajerial mampu memberikan pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan PBV melalui kinerja keuangan yang diukur dengan ROA.

Melalui kinerja keuangannya, para manajemen telah berusaha untuk memakmurkan pemegang saham yang merupakan mereka sendiri. Salah satu cara yang dilakukan untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham yaitu dengan meningkatkan profitabilitas perusahaan. Tingkat profitabilitas perusahaan yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan.

SIMPULAN

Hasil pengujian pada hipotesis membuktikan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan yang diukur melalui ROA, kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kinerja keuangan, kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kinerja keuangan.

Keterbatasan pada penelitian ini yaitu data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder sehingga dalam pengambilan data masih banyak yang belum dapat terlengkapi secara baik. Terdapat sampel yang data laporan tahunannya tidak tersedia di BEI dan di website perusahaan. Sehingga data tersebut tidak bisa dimasukkan dalam sampel. Pada penelitian selanjutnya diharapkan untuk melakukan penelitian dengan menerapkan proksi lain dari *Good Corporate Governance* yang ada seperti jumlah rapat komite audit, ukuran dewan komisaris dan proksi-proksi GCG lainnya. Dapat juga menggunakan pengukuran lain dalam meneliti kinerja keuangan seperti ROI dan ROE kemudian untuk nilai perusahaan dapat menggunakan PER dan Tobins Q.

DAFTAR PUSTAKA

- Amaliyah, F., & Herwiyanti, E. (2019). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Dewan Komisaris Independen, Dan Komite Audit Terhadap Nilai Perusahaan Sektor Pertambangan. *Jurnal Akuntansi*, 9(3), 187–200.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Terjemahan*. Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat.
- Budiharjo, R. (2020). Effect Of Environmental Performance, Good Corporate Governance And Leverage On Firm Value. *American Journal Of Humanities And Social Sciences Research (Ajhssr)*, 4(8), 455–464.
- Detiknews. (2018). *Memori Krisis Moneter 1997/1998*. Retrieved From <https://news.detik.com/kolom/d-4032343/memori-krisis-moneter-19971998>.

- Dewi, N. A., & Gustyana, T. T. (2020). Pengaruh Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Keuangan Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Riset Akuntansi & Komputerisasi Akuntansi*, 11(1), 133– 157.
- Fama, E. F. (1970). *Efficient Capital Market: A review Theory and Empirical Work*. Vol. 25, No. 2, Published by: Blackwell Publishing for the American Finance Association, December 1969 (1970), Pp. 383-417.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 3, 305–360.
- Newell, R., & Wilson, G. (2002). *Corporate Governance A Premium For Good Governance*. (4), 20–23.
- Nugraha, M. Y. P., & Hwihanus. (2019). Pengaruh Good Corporate Governance Dan Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Keuangan Dan Sustainability Report Sebagai Variabel Intervening Pada Industri Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2013-2015. *Jurnal Ekonomi Akuntansi*, 4, 1–22.
- Nurminda, A., Isynuwardhana, D., & Nurbaiti, A. (2017). The Influence Of Profitability, Leverage, And Firm Size Toward Firm Value (Study Of Manufacture Companies Goods And Foods Sub Sector Listed In Indonesia Stock Exchange 2012-2015). *E-Proceeding Of Management*, 4(1), 542-549.
- Petta, B. C., & Tarigan, J. (2017). Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Keuangan Melalui Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). *Business Accounting Review*, 5(2), 625–634.
- Sarafina, S., & Saifi, M. (2017). Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan (Studi Pada Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2015). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 50(3), 108-117.
- Sintyawati, N. L. A., & Dewi, M. R. (2018). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Leverage terhadap Biaya Keagenan pada Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*.
- Tambunan, M. C. S., Saifi, M., & Hidayat, R. R. (2017). Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Sub Sektor Food And Beverages Yang Terdaftar Di Bei Tahun 2012-2015) Mei. *Jurnal Administrasi Bisnis (Jab)*, 53(1), 49–57.
- Tjahjono, A. (2017). Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Variabel Intervening Profitabilitas (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2014). Achmad. *Jurnal Kajian Bisnis*, 25(1), 13–39.
- Weston, J. F., & Copeland, T. E. (1995). *Manajemen Keuangan* (9th ed.). Jakarta: Binarupa Aksara.
- Wiguna, R. A., & Yusuf, M. (2019). Pengaruh Profitabilitas Dan Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *Econbank: Journal Of Economics And Banking*, 1(2), 158–173.