
**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMENGARUHI *CORPORATE VALUE* DENGAN
CORPORATE FINANCIAL PERFORMANCE SEBAGAI VARIABEL MEDIASI:
ANALISIS PADA PERUSAHAAN INDUSTRI MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR
DI BURSA EFEK INDONESIA**

Febriyanti Fransiska
Program Studi Magister Manajemen, Universitas Tarumanagara
febriyanti.fransiska@yahoo.com (*corresponding author*)

Indra Widjaja
Program Studi Doktor Ilmu Manajemen, Universitas Tarumanagara

Masuk : 17-06-2022 , revisi : 30-06-2022 , diterima untuk diterbitkan : 01-07-2022

Abstract: This research aims to analyze corporate governance, capital structure, and asset utilization for their impacts on corporate value through the mediating role of corporate financial performance. This research is quantitative research that involved 62 manufacturing companies listed in the Indonesia Stock Exchange for the period 2017 to 2020. The methods used in this research were panel data regression and path analysis. The findings revealed that asset utilization has a positive and significant effect on corporate value mediated by corporate financial performance. Thus, the company's ability to utilize assets effectively and efficiently can provide maximum benefits for the company. Furthermore, the findings show that corporate governance and capital structure do not affect corporate value through corporate financial performance.

Keywords: Corporate Governance, Capital Structure, Asset Utilization, Corporate Value, Corporate Financial Performance

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *corporate governance*, *capital structure*, dan *asset utilization* terhadap *corporate value* melalui peran mediasi *corporate financial performance*. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif yang melibatkan 62 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2020. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi data panel dan analisis jalur. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *asset utilization* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *corporate value* yang dimediasi oleh *corporate financial performance*. Dengan demikian, kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aset secara efektif dan efisien dapat memberikan keuntungan yang maksimal bagi perusahaan. Selanjutnya, temuan menunjukkan bahwa *corporate governance* dan *capital structure* tidak berpengaruh terhadap *corporate value* melalui *corporate financial performance*.

Kata Kunci: *Corporate Governance*, *Capital Structure*, *Asset Utilization*, *Corporate Value*, *Corporate Financial Performance*

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Perusahaan umumnya memiliki tujuan utama, yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham (*maximizing shareholder wealth*), yang dicapai dengan cara memaksimalkan harga saham (*maximizing the stock price*) (Titman et al., 2018). Berdasarkan konsep nilai, harga saham dapat menjelaskan dan menjadi fungsi dari nilai suatu perusahaan (Kamaliah, 2020; Widjaja, 2014).

Corporate value atau nilai perusahaan merupakan salah satu indikator yang digunakan investor dalam memprediksi tingkat keberhasilan suatu perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menentukan kepercayaan yang diberikan pasar terhadap prospek perusahaan di masa

depan (Rahayu et al., 2020). Oleh karena itu, pada dasarnya setiap perusahaan akan selalu berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaannya.

Nilai perusahaan tercermin semata-mata melalui kondisi keuangannya, objektif dari peningkatan kinerja keuangan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan. Sehingga, nilai perusahaan tidak terlepas dari kinerja keuangan perusahaan (Widnyana et al., 2020). Pada beberapa penelitian, analisis kinerja keuangan perusahaan atau *corporate financial performance* dilakukan dengan menggunakan rasio keuangan, yaitu profitabilitas (Kamaliah, 2020; Purbawangsa et al., 2020; Rahayu, 2019; Rahayu et al., 2020; Widnyana et al., 2020). Profitabilitas mengindikasikan seberapa efisien suatu perusahaan dalam menjalankan usahanya (Rahayu et al., 2020). Diketahui nilai usaha akan tinggi jika kinerja keuangan perusahaan baik, dengan nilai usaha yang tinggi tersebut akan menarik para investor untuk memiliki minat dan menanamkan modalnya, sehingga harga saham akan naik dan tujuan *maximizing shareholder wealth* tercapai (Widjaja, 2014, p. 461). Namun, kondisi keuangan saja tidak cukup untuk membuat perusahaan berkelanjutan (Purbawangsa et al., 2020).

Menurut Kamaliah (2020), profitabilitas adalah hasil dari serangkaian kebijakan dan keputusan manajemen, dimana kebijakan dan keputusan tersebut memiliki kaitan yang erat dengan sumber dan penggunaan dana dalam menjalankan operasi perusahaan. Namun, keputusan yang diambil oleh manajemen terkadang tidak semata-mata untuk kepentingan perusahaan tetapi juga untuk kepentingan eksekutif. Hal tersebut tentunya akan merugikan perusahaan (Widnyana et al., 2020). Maka diperlukannya penyesuaian tujuan antara pemilik dengan pengelola perusahaan. Jika pengelola perusahaan melakukan tindakan yang mengabaikan kepentingan perusahaan, dapat berakibat pada penurunan kinerja keuangan perusahaan dan berujung pada penurunan nilai perusahaan.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Almujafer dan Alfraih (2020) pada 178 perusahaan yang terdaftar di Kuwait Stock Exchange, ditemukan bahwa *corporate governance* atau tata kelola perusahaan memengaruhi harga saham perusahaan secara positif dan signifikan. Namun, hasil penelitian Widnyana et al. (2020) pada 319 perusahaan *non-financial* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, diketahui tata kelola perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan maupun kinerja keuangan perusahaan.

Kinerja keuangan perusahaan juga dipengaruhi oleh faktor lain, yaitu *capital structure* atau struktur modal. Struktur modal berkaitan langsung dengan modal yang digunakan dalam suatu perusahaan sehingga menjadi isu yang diminati oleh banyak pihak, seperti manajer, pemegang saham, investor, dan kreditor (Kim et al., 2021). Rahayu et al. (2020) menemukan bahwa timbal balik antara struktur modal dengan profitabilitas saling memengaruhi secara signifikan, sedangkan Widnyana et al. (2020) dalam penelitiannya menemukan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan maupun terhadap nilai perusahaan, karena pada perusahaan yang diteliti tersebut disimpulkan bahwa lebih baik menggunakan sumber pendanaan internal daripada pendanaan lainnya, seperti hutang atau penerbitan ekuitas baru.

Menurut Widnyana et al. (2020), nilai perusahaan adalah persepsi investor atas keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumber daya. Menurut Rahayu (2019), kegiatan operasional perusahaan memanfaatkan alokasi sumber daya terutama aset perusahaan yang telah ditentukan sebelumnya. Para manajer memiliki tanggung jawab untuk menjaga kegiatan operasional perusahaan, membuat keputusan terkait investasi aset, besarnya aset yang akan dibelanjakan, hingga kegiatan operasional apa yang akan menggunakan aset tersebut. Pada penelitian yang berkaitan dengan kinerja keuangan perusahaan maupun nilai perusahaan, banyak yang berfokus hanya pada total aset suatu perusahaan, yang biasanya menggunakan variabel *size* (Kao et al., 2019; Kim et al., 2021; Pokharel et al., 2020). Pada penelitian ini, peneliti mengarah kepada hal yang berkaitan dengan aset namun yang lebih spesifik, yaitu kepada pemanfaatan aset tersebut dengan variabel *asset utilization*.

Di Indonesia, perusahaan yang bergerak di bidang industri telah berhasil menghasilkan produk yang bervariasi dan memperoleh volume penjualan yang tinggi, serta keuntungan yang jauh lebih tinggi yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut siaran pers Kementerian Perindustrian Republik Indonesia (Kemenperin) bulan Agustus tahun 2021, industri manufaktur adalah industri yang memberikan kontribusi terbesar atas kenaikan pertumbuhan ekonomi Indonesia yang mencapai 7,07% pada kuartal II-2021. Sektor ini merupakan sumber pertumbuhan ekonomi tertinggi, yaitu sebesar 1,35%. Pada periode yang sama, sektor manufaktur sendiri tercatat ada pertumbuhan sebesar 6,91% meskipun masih mengalami tekanan akibat pandemi Covid-19. Lebih lanjut, sektor industri manufaktur berkontribusi terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) sebesar 19,70% pada tahun 2019 dan sebesar 20,79% pada tahun 2020, hal ini menunjukkan bahwa sektor industri manufaktur menjadi *leading sector* yang memberikan sumbangan terbesar jika dibandingkan dengan sektor lainnya (Kementerian Perindustrian Republik Indonesia, 2021). Pemerintah juga memberikan berbagai kebijakan-kebijakan dan upaya-upaya guna mendukung meningkatnya pertumbuhan dan produktivitas sektor ini.

Melihat prospek yang akan datang bagi perusahaan sektor industri di Indonesia khususnya industri manufaktur serta adanya hasil penelitian terdahulu yang beragam, maka dilakukanlah penelitian ini untuk meneliti lebih lanjut faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan dengan menambahkan kinerja keuangan perusahaan sebagai variabel mediasi.

Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *corporate governance*, *capital structure*, dan *asset utilization* terhadap *corporate value* yang dimediasi oleh *corporate financial performance* pada perusahaan sektor industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2020.

TINJAUAN PUSTAKA

Nilai perusahaan didefinisikan sebagai nilai pasar yang pada dasarnya diukur dari beberapa aspek, salah satunya adalah harga pasar saham perusahaan tersebut, karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran yang sebesar-besarnya bagi pemilik perusahaan jika harga sahamnya meningkat (Kamaliah, 2020). *Tobin's Q ratio* atau *Q ratio* telah banyak dijadikan proksi nilai perusahaan (Asante-Darko et al., 2018; Mishra & Kapil, 2018; Rahayu, 2019; Rahayu et al., 2020; Saona et al., 2020; Widnyana et al., 2020). Menurut Ross et al. (2019), *Q ratio* lebih unggul dibanding dengan *market-to-book ratio*, karena *market-to-book ratio* fokus kepada nilai yang telah lampau, dan *Q ratio* lebih mampu memberikan pandangan dari sisi pasar (*market value*) terhadap perusahaan. Perusahaan dengan *Q ratio* tinggi cenderung memiliki peluang investasi yang menarik atau keunggulan kompetitif yang signifikan (atau keduanya) (Ross et al., 2019, p. 67).

Profitabilitas yang tinggi dalam laporan keuangan menunjukkan kinerja keuangan dan prospek perusahaan yang baik sehingga investor akan merespons positif sinyal tersebut yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Kinerja keuangan merupakan ukuran untuk melihat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (Widnyana et al., 2020). Menggunakan rasio keuangan diketahui dapat memberikan banyak wawasan tentang kinerja perusahaan, terutama bila digabungkan dengan pemahaman tentang perusahaan dan industri dimana perusahaan tersebut bergerak (Ross et al., 2019).

Operasi sehari-hari perusahaan dikelola oleh *agents* atau pengelola perusahaan, yang secara teoritis bertindak atas nama pemilik perusahaan (Titman et al., 2018). Harga saham juga menggambarkan semua keputusan finansial yang diputuskan oleh para pengelola perusahaan tersebut. *Corporate governance* sangat erat kaitannya dengan teori keagenan (*agency theory*), yang menjelaskan bagaimana pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan akan "berperilaku" karena pada dasarnya mereka memiliki kepentingan yang berbeda (Asante-Darko et al., 2018; Danso et al., 2020; Widnyana et al., 2020). *Agency problem* menurut Asante-Darko et al. (2018), dapat mengurangi kinerja keuangan perusahaan yang berakibat kepada penurunan nilai perusahaan atau tidak menambah nilai, sebagai hasil dari adanya *agency cost*. Maka dari itu, diperlukan langkah-langkah pencegahan kemungkinan terjadinya *agency problem* dan

pengurangan efek jika terjadi *agency problem* dalam menjalankan organisasi untuk kepentingan pemangku kepentingan (Shahid et al., 2020).

Menurut Saona et al. (2020), pengambilan keputusan dapat dilakukan lebih aktif, efisien, dan kapan saja oleh dewan direksi yang berjumlah sedikit, yang kemudian mengarah kepada hasil yang baik bagi perusahaan. Namun di sisi lain, jumlah dewan direksi yang lebih besar memiliki keuntungan karena memungkinkan lebih banyak keragaman dan keterwakilan, lebih banyak informasi terkait faktor-faktor yang memengaruhi perusahaan, lebih banyak koneksi dengan pihak eksternal perusahaan, dan juga tidak mudah terjadi manipulasi (Mishra & Kapil, 2018; Saona et al., 2020).

H₁: *Corporate governance* berpengaruh signifikan terhadap *corporate value* yang dimediasi oleh *corporate financial performance*.

Capital structure (struktur modal) adalah indikator sumber modal perusahaan, kelayakan kredit, kemampuan untuk membayar hutang yang ada, dan kemampuan untuk meningkatkan pembiayaan tambahan jika diperlukan (Ross et al., 2019). Kombinasi hutang dan ekuitas yang menghasilkan biaya (*cost of capital*) terendah disebut dengan struktur modal optimal (Ross et al., 2019).

Trade-off theory mengklaim bahwa perusahaan menukar (*trade*) biaya dengan manfaat hutang untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Abel, 2018; Le & Phan, 2017). Semakin tinggi perusahaan melakukan pendanaan dengan hutang maka semakin besar pula risiko bagi perusahaan untuk mengalami kesulitan keuangan karena membayar bunga yang besar kepada kreditur dengan kondisi laba yang belum pasti (*bankruptcy cost of debt*) (Kao et al., 2019; Rahayu et al., 2020). Namun adanya hutang menyebabkan pengawasan menjadi lebih ketat karena melibatkan kreditur sebagai pihak yang berkepentingan dalam memastikan perusahaan dapat membayar hutang dan bunga (Surjandari et al., 2019).

Widjaja dalam Warren et al. (2005) mengungkapkan bahwa bagi para investor tingkat rasio hutang yang lebih rendah adalah lebih menarik, hal ini dikarenakan pembayaran kewajiban kepada kreditur lebih didahulukan daripada membagikan hak pemegang saham. Jika suatu perusahaan dihadapkan oleh kebangkrutan dan likuidasi, maka dengan tingkat hutang yang rendah pada situasi tersebut meminimalisir kerugian yang dialami investor.

H₂: *Capital structure* berpengaruh signifikan terhadap *corporate value* yang dimediasi oleh *corporate financial performance*.

Perusahaan menjalankan aktivitas operasionalnya menggunakan aset. Jumlah aset yang semakin besar diharapkan dapat memberikan hasil operasional yang semakin besar pula (Widjaja, 2014, p. 462). *Asset utilization* atau pemanfaatan aset mengacu pada penggunaan aset perusahaan yang telah dialokasikan sedemikian rupa untuk menghasilkan produk atau jasa yang ditawarkan kepada konsumen untuk mencapai tujuan perusahaan (Rahayu, 2019).

Menurut Widnyana et al. (2020), nilai perusahaan adalah persepsi investor atas keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumber daya. Lebih lanjut, pemanfaatan aset berpengaruh terhadap profitabilitas karena profitabilitas yang tinggi mencerminkan efisiensi yang tinggi dalam memanfaatkan aset perusahaan untuk kegiatan operasional perusahaan (Rahayu et al., 2020).

H₃: *Asset utilization* berpengaruh signifikan terhadap *corporate value* yang dimediasi oleh *corporate financial performance*.

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini adalah penelitian kuantitatif menggunakan data sekunder, khususnya data pasar dan data laporan keuangan dari perusahaan terpilih yang sudah diaudit dan dipublikasikan di halaman *website* masing-masing perusahaan dan di *website* Bursa Efek Indonesia, yaitu www.idx.co.id, serta data *company report* dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD). Sebanyak 62 perusahaan terpilih untuk menjadi sampel setelah dilakukan metode *purposive sampling*. Dengan periode penelitian selama 4 tahun dari 2017 hingga 2020, maka didapati ada 248 data.

Penelitian ini menggunakan uji statistik untuk menguji variabel Corporate Governance (X_1) yang diproksikan dengan *board of director size* (BOD); Capital Structure (X_2) yang diproksikan dengan *debt to equity ratio* (DER); Asset Utilization (X_3) yang diproksikan dengan *total asset turnover* (TATO) terhadap Corporate Value (Z) atau nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's Q Ratio* (TQ) dan Corporate Financial Performance (Y) yang diproksikan dengan *return on asset* (ROA) sebagai variabel mediasi/*intervening*. Dilakukan pengujian data dengan bantuan perangkat lunak E-Views 10. Adapun pengujian terdiri dari asumsi klasik, analisis regresi data panel, dan analisis jalur. Penelitian ini menggunakan prosedur yang dikembangkan oleh Sobel, yaitu uji Sobel (Abu-Bader & Jones, 2021) untuk menguji hipotesis pengaruh mediasi tersebut untuk mengetahui apakah ada pengaruh mediasi atau tidak. Formula uji Sobel sebagai berikut:

$$Sab = \sqrt{b^2sa^2 + a^2sb^2 + sa^2sb^2}$$

Dimana:

- Sab : besarnya standar eror pengaruh tidak langsung
- a : jalur variabel bebas (X) dengan variabel mediasi (Y)
- b : jalur variabel mediasi (Y) dengan variabel terikat (Z)
- sa : standar eror koefisien a
- sb : standar eror koefisien b

Setelah mendapatkan nilai Sab, maka dapat dihitung nilai t koefisien ab pengaruh mediasi dengan formula sebagai berikut:

$$t = \frac{ab}{sab}$$

Jika nilai t hitung lebih besar dari nilai t tabel dengan tingkat signifikansi 0.05, maka dapat disimpulkan ada pengaruh mediasi.

HASIL DAN KESIMPULAN

Analisis Regresi Data Panel

Pada tahap ini, data sudah melalui beberapa uji untuk menentukan model estimasi yang sesuai dan juga uji asumsi klasik. Analisis regresi data panel atas pengaruh variabel bebas terhadap variabel mediasi didapati hasil sebagai berikut:

Tabel 1

Output Regresi Data Panel Y

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.	Note
C	1.806058	0.83105	0.4068	
BOD	0.721502	0.67591	0.4997	Insignificant
DER	-2.734364	-3.87901	0.0001	Significant
TATO	6.703480	6.52028	0.0000	Significant

Sumber: Peneliti (2022)

Selanjutnya, dari hasil uji koefisien determinasi diperoleh nilai *adjusted R-squared* sebesar 0.804151, artinya ROA dalam penelitian ini dapat dipengaruhi atau dijelaskan oleh BOD, DER, dan TATO sebesar 80%. Dari uji F, didapati nilai *prob* (*F*-statistic) sebesar 0.00 < 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa variabel BOD, DER, dan TATO secara bersama-sama berpengaruh terhadap ROA.

Analisis regresi data panel atas pengaruh variabel bebas dan variabel mediasi terhadap variabel terikat didapati hasil sebagai berikut:

Tabel 2
Output Regresi Data Panel Z

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.	Note
C	-0.447787	-1.03979	0.2995	
BOD	0.393097	1.85924	0.0642	Insignificant
DER	0.450915	3.13731	0.0019	Significant
TATO	-0.295698	-1.34131	0.1811	Insignificant
ROA	0.215247	16.99122	0.0000	Significant

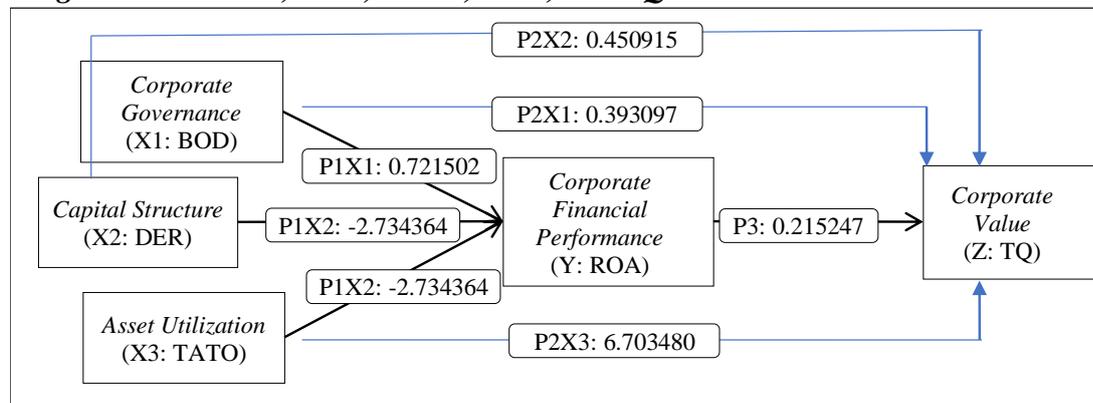
Sumber: Peneliti (2022)

Dari hasil uji koefisien determinasi, diperoleh nilai *adjusted R-squared* sebesar 0.832208, artinya TQ dalam penelitian ini dapat dipengaruhi atau dijelaskan oleh BOD, DER, dan TATO sebesar 83%. Dari uji F, didapati nilai *prob (F-statistic)* sebesar $0.00 < 0.05$, maka dapat disimpulkan bahwa variabel BOD, DER, TATO, dan ROA secara bersama-sama berpengaruh terhadap TQ.

Analisis Jalur

Gambar 1

Diagram Jalur BOD, DER, TATO, ROA, dan TQ



Sumber: Peneliti (2022)

Tabel 3
Ringkasan Hasil Estimasi Parameter Model

Variabel	X ke Y (p ¹)	X ke Z (p ²)	Y ke Z (p ³)	Std. Error (Sp ²)	C ROA (Sp ³)	Pengaruh Tidak Langsung (p _{2p3})	Pengaruh Total
BOD	0.721502	0.393097	0.215247	1.067458	0.215247	0.155301	0.548398
DER	-2.734364	0.450915	0.215247	0.704914	0.215247	-0.588564	-0.137649
TATO	6.703480	-0.295698	0.215247	1.028097	0.215247	1.442904	1.147206

Sumber: Peneliti (2022)

Untuk mengetahui tingkat mediasi ROA dari pengaruh BOD, DER, dan TATO terhadap TQ, maka standar *error* dari koefisien *indirect effect* dapat dinyatakan sebagai berikut:

Pengaruh BOD terhadap TQ melalui ROA

$$Sp_{2p3} = \sqrt{p_3^2 sp_2^2 + p_2^2 sp_3^2 + sp_2^2 sp_3^2}$$

$$= \sqrt{(0.215247)^2 (1.067458)^2 + (0.393097)^2 (0.215247)^2 + (1.067458)^2 (0.215247)^2}$$

$$= 0.335776$$

Pengaruh DER terhadap TQ melalui ROA

$$Sp_{2p3} = \sqrt{p_3^2 sp_2^2 + p_2^2 sp_3^2 + sp_2^2 sp_3^2}$$

$$= \sqrt{(0.215247)^2 (0.704914)^2 + (0.450915)^2 (0.215247)^2 + (0.704914)^2 (0.215247)^2}$$

$$= 0.235509$$

Pengaruh TATO terhadap TQ melalui ROA

$$Sp2p3 = \sqrt{p3^2sp2^2 + p2^2sp3^2 + sp2^2sp3^2}$$

$$= \sqrt{(0.215247)^2(1.028097)^2 + (-0.295698)^2(0.215247)^2 + (1.028097)^2(0.215247)^2}$$

$$= 0.319365$$

Berdasarkan hal di atas, dapat dihitung nilai *t*-statistik pengaruh mediasi variabel ROA sebagai berikut:

$$t_1 = \frac{p2p3}{sp2p3} = \frac{0.155301}{0.335776} = 0.462515$$

$$t_2 = \frac{p2p3}{sp2p3} = \frac{-0.588564}{0.235509} = -2.499110$$

$$t_3 = \frac{p2p3}{sp2p3} = \frac{1.442904}{0.319365} = 4.518044$$

Tabel 4
Sobel Test

Model	Koefisien	Uji T Hitung	T Tabel	Keterangan
Pengaruh BOD terhadap TQ melalui ROA	0.335776	0.462515	1.651097	H1 ditolak
Pengaruh DER terhadap TQ melalui ROA	0.235509	-2.499110	1.651097	H2 ditolak
Pengaruh TATO terhadap TQ melalui ROA	0.319365	4.518044	1.651097	H3 diterima

Sumber: Peneliti, 2022

Pengaruh Corporate Governance (BOD) terhadap Corporate Value (TQ) dengan Corporate Financial Performance (ROA) sebagai Variabel Mediasi

Berdasarkan hasil pengujian, diperoleh koefisien BOD (yang merupakan proksi dari variabel *corporate governance*) sebesar 0.335776 dengan nilai *t*-hitung sebesar 0.462515 lebih kecil dari nilai *t*-tabel 1.651097 dengan tingkat signifikansi 5%, maka dapat disimpulkan bahwa *t* tidak signifikan. Oleh karena itu, H₁ ditolak, artinya ROA tidak dapat memediasi dalam pengaruh BOD terhadap *corporate value* pada perusahaan sektor industri manufaktur periode 2017-2020.

Secara parsial dari hasil uji dalam penelitian ini, BOD berhubungan positif namun tidak signifikan baik terhadap kinerja keuangan perusahaan maupun dengan nilai perusahaan. Hal ini berarti dengan banyaknya orang dalam jajaran direksi tidak menjamin meningkatnya profitabilitas maupun nilai perusahaan.

Menurut Asante-Darko et al. (2018), pengambilan keputusan memakan waktu lebih lama di antara dewan direksi yang berjumlah besar, masalah-masalah keagenan (*agency problem*) juga tidak diperiksa secara efektif di hadapan dewan yang berjumlah besar. Pengelolaan perusahaan dengan jajaran pemimpin yang beragam (*diverse*) yang disesuaikan dengan bidang dan juga struktur akan lebih baik.

Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Widnyana et al. (2020) pada 319 perusahaan *non-financial* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, diketahui tata kelola perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan maupun kinerja keuangan perusahaan serta tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh kinerja keuangan perusahaan. Namun, tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Asante-Darko et al. (2018) yang menunjukkan bahwa *board size* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Capital Structure (DER) terhadap Corporate Value (TQ) dengan Corporate Financial Performance (ROA) sebagai Variabel Mediasi

Berdasarkan hasil pengujian, diperoleh koefisien DER sebesar 0.235509 dengan nilai *t*-hitung sebesar -2.462515 lebih kecil dari nilai *t*-tabel 1.651097 dengan tingkat signifikansi 5%, maka dapat disimpulkan bahwa *t* tidak signifikan. Hasil tersebut berbalikan dengan hipotesis yang diajukan, maka H₂ ditolak.

Hal ini berarti ROA tidak dapat memediasi dalam pengaruh DER terhadap TQ pada perusahaan sektor industri manufaktur periode 2017-2020. Mengacu ke hasil uji parsial, DER secara langsung dapat berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas, artinya dimana semakin tinggi porsi hutang dalam struktur permodalan perusahaan manufaktur untuk menjalankan kegiatannya maka semakin menurun kinerja keuangan perusahaan. Dalam gambaran yang lebih luas, penggunaan hutang tidak serta merta meningkatkan kinerja keuangan, terutama mendorong peningkatan nilai perusahaan (Widnyana et al., 2020). Menurut Rahayu et al. (2020), semakin tinggi proporsi hutang dalam struktur modal, semakin tinggi pula tanggung jawab yang harus dipikul oleh suatu perusahaan karena harus membayar cicilan hutang dan bunga hutang. Besarnya bunga hutang mengurangi keuntungan perusahaan dan menurunkan profitabilitas perusahaan, juga dapat memengaruhi *cash flow* dan ketersediaan dana saat diperlukan untuk peluang investasi yang menguntungkan, yang berujung pada menurunnya kinerja perusahaan (Le & Phan, 2017). *Capital structure* dengan *capital planning* yang disesuaikan pada kebutuhan serta dinamis akan lebih baik bagi perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Widnyana et al. (2020) yang melakukan penelitian tentang masalah ini, yang hasilnya menunjukkan bahwa *capital structure* tidak berpengaruh terhadap *corporate value* yang dimediasi oleh *financial performance*.

Pengaruh *Asset Utilization* (TATO) terhadap *Corporate Value* (TQ) dengan *Corporate Financial Performance* (ROA) sebagai Variabel Mediasi

Berdasarkan hasil pengujian, diperoleh koefisien TATO sebesar 0.319365 dengan nilai *t*-hitung sebesar 4.518044 lebih besar dari nilai *t*-tabel 1.651097 dengan tingkat signifikansi 5%, maka dapat disimpulkan bahwa *t* signifikan. Hasil tersebut sejalan dengan hipotesis yang diajukan. Oleh karena itu, H_3 diterima.

Hal ini berarti ROA dapat memediasi dalam pengaruh TATO terhadap *corporate value* pada perusahaan sektor industri manufaktur periode 2017-2020. Secara parsial, pemanfaatan aset pun berpengaruh signifikan dan memiliki arah koefisien yang positif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Sedangkan, dengan pemanfaatan aset yang baik saja tidak langsung membuat nilai perusahaan meningkat.

Hal ini menunjukkan bahwa semakin baik pemanfaatan aset akan semakin tinggi profitabilitas perusahaan yang diungkapkan dengan ROA maka semakin tinggi pula nilai perusahaan. Menurut Rahayu (2019), nilai perusahaan ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aset yang tersedia untuk menghasilkan penjualan yang lebih tinggi dan memperoleh keuntungan yang lebih tinggi. Operasional sehari-hari perusahaan manufaktur banyak menggunakan aset lancar maupun tetap, aset perusahaan harus dimanfaatkan dengan cara yang paling efektif dan efisien karena dapat memberikan keuntungan yang maksimal bagi perusahaan.

Lebih lanjut, menurut Rahayu (2019), pemanfaatan aset perusahaan yang lebih baik membutuhkan perencanaan yang baik, pengendalian penggunaan aset perusahaan termasuk aset lancar dan aset tetap, dan jumlah dana yang dialokasikan untuk masing-masing elemen aset. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rahayu (2019) yang menunjukkan bahwa pemanfaatan aset (*asset utilization*) berpengaruh terhadap *corporate value* yang dimediasi oleh *financial performance*.

Pengaruh *Corporate Financial Performance* (ROA) terhadap *Corporate Value* (TQ)

Dari hasil uji *t*, diketahui koefisien ROA terhadap nilai perusahaan sebesar 0.215247 dengan arah positif dan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa ROA yang semakin baik akan mendorong naik nilai perusahaan. Meningkatnya ROA dapat berpengaruh juga terhadap peningkatan pendapatan bersih perusahaan dan menggambarkan adanya manajemen yang baik dalam mengelola aset dan pembiayaan operasional secara efektif untuk menghasilkan pendapatan bersih tersebut (Kamaliah, 2020).

ROA diketahui merupakan suatu ukuran efektivitas keseluruhan perusahaan yang penting karena ROA mempertimbangkan tingkat pendapatan terhadap tingkat aset yang digunakan dalam kegiatan bisnis suatu perusahaan (Alexander, 2018). Kondisi keuangan yang meningkat baik pada emiten merupakan sinyal bagi investor untuk tertarik menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Investor akan melihat prospek, efisiensi, serta kinerja keuangan perusahaan khususnya yang memiliki profitabilitas cenderung baik dan tinggi sehingga diharapkan dari banyaknya investor yang tertarik membeli saham perusahaan tersebut akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kamaliah (2020), Ruslim dan Michael (2019), serta Widnyana et al. (2020).

Kesimpulan

1. *Corporate governance* tidak berpengaruh terhadap *corporate value* dengan *corporate financial performance* sebagai mediasi. Hal ini menunjukkan bahwa jumlah dewan direksi tidak menjamin keefektifan dalam mengelola perusahaan.
2. *Capital structure* tidak berpengaruh terhadap *corporate value* dengan *corporate financial performance* sebagai mediasi, menunjukkan bahwa penggunaan hutang tidak serta merta meningkatkan kinerja keuangan dan mendorong peningkatan nilai perusahaan. *Capital structure* dengan *capital planning* yang menyesuaikan kebutuhan perusahaan serta dinamis akan lebih baik bagi perusahaan.
3. *Asset utilization* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *corporate value* dengan *corporate financial performance* sebagai variabel mediasi, menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aset yang tersedia dengan cara yang efektif dan efisien dapat memberikan keuntungan yang maksimal bagi perusahaan.

Saran

Penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan data terbaru dengan proksi yang berbeda untuk mengukur variabel *corporate governance*, *capital structure*, *asset utilization*, dan *corporate financial performance*. Penelitian selanjutnya dapat memperluas populasi atau meneliti populasi lain. Menambahkan atau mengganti variabel yang memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan dan variabel yang memediasi pengaruh tersebut juga disarankan.

DAFTAR PUSTAKA

- Abel, A. B. (2018). Optimal debt and profitability in the trade-off theory. *The Journal of Finance*, 73(1), 95–143. <https://doi.org/10.1111/jofi.12590>
- Abu-Bader, S., & Jones, T. V. (2021). Statistical mediation analysis using the Sobel test and Hayes SPSS process macro. *International Journal of Quantitative and Qualitative Research Methods*, 9(1), 42–61. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3799204
- Alexander, J. (2018). *Financial planning & analysis and performance management* (1st ed.). Wiley.
- Almujamed, H. I., & Alfraih, M. M. (2020). Corporate governance and value relevance of accounting information: Evidence from Kuwait. *International Journal of Ethics and Systems*, 36(2), 249–262. <https://doi.org/10.1108/IJOES-08-2019-0140>
- Asante-Darko, D., Adu Bonsu, B., Famiyeh, S., Kwarteng, A., & Goka, Y. (2018). Governance structures, cash holdings and firm value on the Ghana Stock Exchange. *Corporate Governance (Bingley)*, 18(4), 671–685. <https://doi.org/10.1108/CG-07-2017-0148>
- Danso, A., Lartey, T. A., Gyimah, D., & Adu-Ameyaw, E. (2020). Leverage and performance: Do size and crisis matter? *Managerial Finance*, 47(5), 635–655. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2019-0522>

- Kamaliah. (2020). Disclosure of corporate social responsibility (CSR) and its implications on company value as a result of the impact of corporate governance and profitability. *International Journal of Law and Management*, 62(4), 339–354. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-08-2017-0197>
- Kao, M. F., Hodgkinson, L., & Jaafar, A. (2019). Ownership structure, board of directors and firm performance: Evidence from Taiwan. *Corporate Governance (Bingley)*, 19(1), 189–216. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2018-0144>
- Kementerian Perindustrian Republik Indonesia. (2021, August 6). Sektor manufaktur tumbuh agresif di tengah tekanan pandemi. *Kemenperin.Go.Id*. <https://kemenperin.go.id/artikel/22681/Sektor-Manufaktur-Tumbuh-Agresif-di-Tengah-Tekanan-Pandemi->
- Kim, N. L. T., Duvernay, D., & Thanh, H. Le. (2021). Determinants of financial performance of listed firms manufacturing food products in Vietnam: regression analysis and Blinder–Oaxaca decomposition analysis. *Journal of Economics and Development*, 23(3), 267–283. <https://doi.org/10.1108/jed-09-2020-0130>
- Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in International Business and Finance*, 42, 710–726. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.012>
- Mishra, R. K., & Kapil, S. (2018). Effect of board characteristics on firm value: Evidence from India. *South Asian Journal of Business Studies*, 7(1), 41–72. <https://doi.org/10.1108/SAJBS-08-2016-0073>
- Pokharel, K. P., Archer, D. W., & Featherstone, A. M. (2020). The impact of size and specialization on the financial performance of agricultural cooperatives. *Journal of Co-Operative Organization and Management*, 8(2), 100108. <https://doi.org/10.1016/j.jcom.2020.100108>
- Purbawangsa, I. B. A., Solimun, S., Fernandes, A. A. R., & Mangesti Rahayu, S. (2020). Corporate governance, corporate profitability toward corporate social responsibility disclosure and corporate value (Comparative study in Indonesia, China and India stock exchange in 2013-2016). *Social Responsibility Journal*, 16(7), 983–999. <https://doi.org/10.1108/SRJ-08-2017-0160>
- Rahayu, S. M. (2019). Mediation effects financial performance toward influences of corporate growth and assets utilization. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 68(5), 981–996. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-05-2018-0199>
- Rahayu, S. M., Suhadak, & Saifi, M. (2020). The reciprocal relationship between profitability and capital structure and its impacts on the corporate values of manufacturing companies in Indonesia. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 69(2), 236–251. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-05-2018-0196>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2019). *Fundamentals of corporate finance* (12th ed.). McGraw-Hill Education.
- Ruslim, H., & Michael. (2019). The effect of financial ratio on company value with inflation as a moderation variable. *Jurnal Akuntansi*, 23(1), 34–46. <https://doi.org/10.24912/ja.v23i1.458>
- Saona, P., Muro, L., San Martín, P., & Cid, C. (2020). Ibero-American corporate ownership and boards of directors: Implementation and impact on firm value in Chile and Spain. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 33(1), 2138–2170. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1694558>
- Shahid, M. N., Abbas, A., Latif, K., Attique, A., & Khalid, S. (2020). The mediating role of board size, philanthropy and working capital management between basic corporate governance factors and firm’s performance. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 27(2), 135–151. <https://doi.org/10.1108/JABES-07-2018-0050>

- Surjandari, D. A., Anggraeni, D., Arlita, D. P., & Purba, R. M. (2019). Analysis of non-financial determinants of company value in manufacturing companies in Indonesia. *Jurnal Akuntansi*, 23(2), 230–252. <https://doi.org/10.24912/ja.v23i2.584>
- Titman, S., Keown, A. J., & Martin, J. D. (2018). *Financial management: Principles and applications* (13th ed.). Pearson.
- Warren, C. S., Reeve, J. M., & Fess, P. E. (2005). *Accounting: Pengantar akuntansi* (21st ed.). Salemba Empat.
- Widjaja, I. (2014). Dampak peningkatan asset, profitabilitas dan likuiditas terhadap leverage perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 18(3), 459–474. <https://doi.org/10.24912/ja.v18i3.276>
- Widnyana, I. W., Wiksuana, I. G. B., Artini, L. G. S., & Sedana, I. B. P. (2020). Influence of financial architecture, intangible assets on financial performance and corporate value in the Indonesian capital market. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 70(7), 1837–1864. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-06-2019-0307>