

TATA KELOLA KORPORAT DAN KINERJA KEUANGAN: PENGUJIAN MEDIASI STRUKTUR MODAL

Raka Ravelino

Mahasiswa Magister Sains Manajemen, Universitas Gadjah Mada

<http://dx.doi.org>

ABSTRACT

This study examine the impact of corporate governance on firm performance with capital structure as a mediating variable in LQ 45 non-financial companies in 2009 - 2018 listed on the Indonesia Stock Exchange. I find that financial leverage is affected by corporate governance and it mediates the effect of corporate governance on firm performance.

Keywords: Corporate governance, financial leverage, firm performance.

ABSTRAK

Penelitian ini menguji dampak tata kelola perusahaan pada kinerja perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel mediasi pada perusahaan non-keuangan LQ 45 tahun 2009 - 2018 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Peneliti menemukan bahwa *leverage* keuangan dipengaruhi oleh tata kelola perusahaan dan *leverage* keuangan memediasi pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kinerja perusahaan.

Kata kunci: Tata kelola, *leverage*, kinerja perusahaan.

PENDAHULUAN

Perusahaan memerlukan tata kelola yang baik agar mampu meningkatkan kinerjanya, baik secara internal maupun eksternal. Harapannya, perusahaan akan mampu tumbuh dan berkembang bila mana hal ini diterapkan dengan tepat.

Pada tahun 1997, Indonesia terkena dampak dari Krisis Keuangan Asia. Ketika krisis ini terjadi, nilai mata uang beserta bursa saham dan nilai aset lainnya turun di beberapa negara di Asia Tenggara dan Jepang, termasuk utang swasta yang meningkat secara signifikan. Adanya indikasi bahwa lemahnya penerapan good corporate governance juga berperan sebagai penyebab berlarutnya krisis di Indonesia. Kajian Bank Dunia (Claessens et al., 2000) menunjukkan kurangnya pelaporan *financial performance* dan kewajiban perusahaan, pengawasan kepada manajemen, serta kurangnya insentif untuk menciptakan efisiensi melalui persaingan yang adil sebagai

faktor parahnya krisis di Asia. Selain itu, beberapa literatur tentang hubungan *corporate governance* dan *firm performance* telah berkembang. Studi (Bhagat dan Bolton, 2008; Bhatt dan Bhatt, 2017; dan Mardnly et al., 2018) menemukan adanya hubungan langsung antara keduanya. Walau demikian, Detthamrong et al. (2017) menemukan tidak ada hubungan langsung yang terjadi.

Pada perusahaan di ekonomi pasar negara berkembang, tata kelola memengaruhi kinerja perusahaan *indirectly* melalui *leverage* keuangan (Detthamrong et al., 2017). Berdasarkan itu, peneliti kemudian ingin menguji tata kelola terhadap kinerja perusahaan dengan melihat adanya faktor mediasi dari *leverage* keuangan seperti halnya uji yang mereka lakukan. Sejalan dengan penelitian mereka, peneliti akan melakukan pengujian terhadap perusahaan LQ 45 yang bukan termasuk dalam industri keuangan.

Manfaat dari penelitian ini adalah: (1) mengenali dan menjelaskan efek mediasi dan

(2) meningkatkan pengetahuan tentang perubahan *corporate governance* yang dapat mempengaruhi *firm performance*.

Perlu diketahui, perusahaan memiliki karakteristiknya masing-masing, tergantung di mana mereka beroperasi. Di Thailand, perusahaan mengadopsi model *one-tier board*, namun di Indonesia, perusahaan mengadopsi sistem *two-tier board*. Pada model *two-tier system*, perusahaan memiliki dua macam organ, yaitu organ pengelola dan organ pengawas, sedangkan pada model *one-tier system*, perusahaan dikelola oleh dewan direksi yang juga berfungsi sebagai pengelola dan pengawas. Oleh karenanya, ada penyesuaian dalam cara pengambilan data tata kelola yang berbeda dengan apa yang telah dilakukan oleh Detthamrong et al. (2017).

Dalam penelitian ini, terdapat tiga tujuan utama. Pertama, menguji efek dari *corporate governance* terhadap *leverage* keuangan. Kedua, menguji efek *corporate governance* terhadap *firm performance*. Ketiga, menguji efek dari *leverage* keuangan terhadap *firm performance*. Keempat, menguji *leverage* keuangan sebagai mediasi pada hubungan antara *corporate governance* terhadap *firm performance*.

KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Agency Theory

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa pada dasarnya hubungan antara *principal* dan *agent* yang diberi wewenang saling bertentangan karena adanya kepentingan. Dengan asumsi setiap individu bertindak karena kepentingannya sendiri, maka kemungkinan *agent* untuk memanipulasi atau melakukan manajemen laba tidaklah kecil. Berdasarkan hal tersebut dapat dikembangkan bahwa *agency theory* merupakan dasar yang digunakan untuk mendalami dan memahami masalah *corporate governance*.

Agar tidak terjadi asimetri dalam hubungan tersebut, maka diperlukan konsep *Good Corporate Governance*, yang bertujuan untuk menyelamatkan perusahaan. Didasari dengan teori keagenan, yaitu asimetri yang terjadi antara pihak manajemen dan pemilik. Manajemen sebagai agen bertanggung jawab dalam memaksimalkan keuntungan pemilik

secara optimal dan sebagai gantinya menerima kompensasi sesuai dengan perjanjian. Namun, secara riil, tujuan pemilik dan agen berbeda antara satu dengan yang lain sehingga menimbulkan konflik. Hal ini dapat disebabkan oleh manajer yang cenderung mengejar keuntungan pribadi sehingga memiliki kemungkinan untuk lebih fokus pada proyek dan investasi perusahaan yang menghasilkan laba tinggi dalam jangka pendek daripada memaksimalkan kesejahteraan pemilik dalam jangka panjang melalui investasi.

Teori Trade-Off

Teori ini merupakan teori struktur modal yang menjelaskan bahwa perusahaan menukar manfaat pajak dari pendanaan utang dengan masalah yang berpotensi menyebabkan kebangkrutan (Brigham dan Houston, 2011). Dalam asumsinya, dijelaskan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil *trade-off* antara manfaat pajak dari penggunaan utang dengan biaya atau beban yang akan timbul akibat utilisasi utang. Teori ini juga menjelaskan penggunaan utang akan meningkatkan *firm value* karena utang secara tidak langsung memitigasi atau berperan dalam memonitoring kinerja perusahaan melalui pihak ketiga, tetapi hanya sampai pada titik tertentu. Setelah melewati titik tertentu, maka akan menurunkan *firm value*.

Tata Kelola Perusahaan pada *Leverage* Keuangan

Perselisihan antara *agent* dan pihak yang mempunyai dampak pada struktur modal perusahaan dapat dimitigasi oleh tata kelola perusahaan. Menurut Detthamrong et al. (2017), *corporate governance* mampu menyelesaikan perselisihan antara *agent* dan *principal* serta memastikan kepada para investor bahwa *agent* (manajer) dapat mengelola dana untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Terlebih lagi, penerapan tata kelola perusahaan yang efektif dapat memainkan peran penting sehingga mengarah pada penggunaan utang yang optimal (Florackis dan Ozkan, 2009; Butt, 2020). Hasil penelitian Florackis dan Ozkan (2009) menemukan bukti bahwa praktik tata kelola perusahaan memiliki dampak signifikan terhadap *leverage*, baik secara *direct* maupun *indirect*. Walau

demikian, hasil Detthamrong et al. (2017) menunjukkan tidak ada hubungan *corporate governance* dengan *leverage* keuangan. Dari penjelasan tersebut, maka tata kelola perusahaan akan dibagi menjadi beberapa subbagian dan kemudian dibahas pada bagian berikutnya.

Ukuran Dewan dan *Leverage* Keuangan

Dewan komisaris merupakan bagian dari sistem tata kelola perusahaan dalam memantau operasional perusahaan yang efektif dan tepat. Dewan komisaris bertugas untuk mengawasi kegiatan dan menyetujui pengambilan keputusan yang bersifat strategis.

Penelitian Ahmadpour et al. (2012) dan Gill et al. (2012) yang mendapatkan hubungan positif antara ukuran dewan komisaris dan struktur modal karena peningkatan *leverage*. Dengan semakin banyaknya anggota dewan, maka tingkat rasio utang akan mengalami peningkatan karena jaringan koneksi yang dimiliki oleh anggota dewan, serta supervisi yang lebih baik akan terwujud dengan semakin banyaknya orang yang melakukan *monitoring*. Hal ini juga didukung oleh pernyataan Detthamrong et al. (2017) yang menjelaskan bahwa perusahaan yang mempunyai lebih banyak pengawas dapat menggunakan jaringan direksi (komisaris) mereka, sehingga dapat mengakses sumber pendanaan eksternal dengan lebih baik. Berdasarkan pemikiran tersebut, peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H_{1.1}. Ukuran dewan berpengaruh positif terhadap *leverage* keuangan.

Dewan Independen dan *Leverage* Keuangan

Tingkat independensi dewan yang tinggi memungkinkan direksi (komisaris) untuk memantau dan mengambil tindakan tata kelola yang tepat (Sheikh dan Wang, 2012). Mereka menemukan hubungan positif antara direksi (komisaris) luar dan struktur modal yang menunjukkan bahwa dewan yang memiliki lebih banyak direksi (komisaris) independen dapat mengambil lebih banyak utang dengan persyaratan yang menguntungkan karena pemantauan yang efektif. Akan tetapi, penelitian Ahmadpour et al. (2012) menemukan tidak adanya hubungan antara dewan independen dan struktur modal. Efek dari dewan independen pada *leverage*

diharapkan menjadi positif karena adanya pengawasan dari pihak luar perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, peneliti mengusulkan hipotesis berikut:

H_{1.2}. Dewan independen berpengaruh positif terhadap *leverage* keuangan.

Ukuran Komite Audit dan *Leverage* Keuangan

Di Indonesia, komite audit merupakan komite yang dibentuk dan bertanggung jawab kepada dewan komisaris dalam membantu menjalankan tugas dan fungsi dewan komisaris (Harahap, 2009:479). Efektifnya komite audit dapat memfasilitasi perusahaan untuk memperoleh peluang yang lebih baik dalam mendapatkan pendanaan eksternal. Melihat hal tersebut, komite audit dapat dikaitkan dengan *leverage* keuangan suatu perusahaan (Detthamrong et al., 2017). Meskipun terdapat kemungkinan hubungan tersebut dapat bersifat negatif maupun positif terhadap *leverage*, namun informasi yang berkualitas dan dapat dipercaya yang dipersepsikan oleh kreditor dan investor dapat memungkinkan perusahaan untuk menambah *leverage*. Dengan berdasar pada argument tersebut, maka peneliti mengusulkan hipotesis sebagai berikut:

H_{1.3}. Komite audit berpengaruh positif terhadap *leverage* keuangan.

Komisaris Perempuan dan *Leverage* Keuangan

Beberapa penelitian meyakini bahwa komisaris perempuan dapat membantu meningkatkan kinerja dewan direksi (komisaris). Komisaris perempuan lebih memberikan dukungan kepada manajemen perusahaan dengan memanfaatkan keterampilan dan pengetahuan yang dimilikinya dibandingkan dengan komisaris laki-laki (Zelechowski dan Bilimoria, 2004). Selain itu, Ting et al. (2015) dan Strøm et al. (2014) membuktikan dengan adanya komisaris perempuan dalam dewan akan menghasilkan performa finansial lebih baik.

Selain itu, kehadiran komisaris perempuan pada perusahaan dengan *leverage* yang rendah akan mendorong perusahaan tersebut untuk memiliki *leverage* yang lebih tinggi (Detthamrong et al., 2017). Beranjak dari asumsi itu, negara berkembang yang pada

umumnya memiliki keadaan finansial perusahaan yang lebih terbatas dibandingkan negara-negara maju kemungkinan dapat meningkatkan *leverage* keuangan perusahaannya melalui kehadiran dari komisaris perempuan. Berdasarkan argumentasi tersebut, peneliti mengusulkan bahwa:

H1.4. Komisaris perempuan berpengaruh positif terhadap *leverage* keuangan.

Konsentrasi Kepemilikan dan *Leverage* Keuangan

Dalam teori agensi, disarankan bahwa konsentrasi kepemilikan akan menghasilkan pengawasan yang lebih efektif. Suto (2003) menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan akan memitigasi konflik kepentingan antara manajer dan pemilik. Namun, menurut Detthamrong et al. (2017) perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan yang tinggi cenderung memiliki masalah keagenan jenis lain yang dapat menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas.

Ahmadpour et al. (2012), Paligorova dan Xu (2012), dan Sheikh dan Wang (2012) menemukan konsentrasi kepemilikan memiliki efek positif pada *leverage* keuangan. Perusahaan dengan tingkat konsentrasi kepemilikan yang lebih banyak memiliki *leverage* keuangan yang tinggi daripada perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan yang lebih kecil. Dari temuan ini, dapat dipahami bahwa konsentrasi kepemilikan seperti ini dapat memacu direksi untuk meningkatkan *leverage* keuangan agar mengurangi oportunistik manajerial atau tindak kecurangan. Berdasarkan argumen tersebut, maka peneliti berhipotesis sebagai berikut:

H1.5. Konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap *leverage* keuangan.

Reputasi Audit dan *Leverage* Keuangan

Laporan keuangan memberikan informasi tentang kualitas dan kondisi suatu perusahaan. Pemegang saham maupun pemegang saham potensial juga dapat memilih perusahaan yang sehat bila informasi laporan keuangan yang diberikan akurat dan berkualitas. Reputasi dari auditor dapat

memiliki peran signifikan dalam memitigasi risiko informasi investor, dan akhirnya mengurangi biaya modal perusahaan (Azizkhani et al., 2010).

Jika perusahaan memiliki laporan keuangan yang berkualitas, maka perusahaan akan memiliki citra yang baik dan kemungkinan akan menaikkan kredibilitasnya sehingga informasi yang sampai pada kreditor dan investor juga baik. Ini akan memungkinkan perusahaan untuk memiliki peluang mendapatkan pendanaan eksternal dan tentunya juga dapat memungkinkan *leverage* keuangan untuk menjadi lebih tinggi. Oleh karena itu, peneliti mengusulkan hipotesis bahwa:

H1.6. Reputasi audit berpengaruh secara positif terhadap *leverage* keuangan.

Tata Kelola Perusahaan terhadap Kinerja Perusahaan

Corporate governance merupakan suatu sistem yang diharapkan dapat memberikan dan meningkatkan *firm value* kepada para pemegang saham (Ariningtika, 2013). Ini dapat diartikan sebagai cara untuk menilai dan mengendalikan risiko perusahaan, serta memastikan efektif atau tidaknya penerapan yang dilakukan. Detthamrong et al., (2017) menjelaskan struktur corporate governance yang baik dapat mendukung perusahaan untuk menghasilkan value perusahaan melalui kegiatan operasional dan pengembangan inovasi. Hal ini berarti secara tidak langsung mampu meningkatkan kinerja perusahaan. Krisis Keuangan Asia 1997 menyebabkan banyak negara mengalami krisis, termasuk Indonesia, sehingga mendorong untuk fokus pada penciptaan dan pengembangan sistem tata kelola perusahaan yang lebih baik. Pedoman Umum *Good Corporate Governance* Indonesia tahun 2006 juga menjelaskan tentang pentingnya bagi perusahaan untuk menciptakan budaya kesadaran, transparansi, dan akuntabilitas sehingga akan menghasilkan penciptaan nilai jangka panjang dan kekayaan finansial bagi perusahaan dan pemegang sahamnya. Dalam penelitian (Detthamrong et al, 2017), tata kelola perusahaan tidak memengaruhi atau berhubungan terhadap kinerja perusahaan. Akan tetapi, beberapa artikel menyatakan adanya hubungan positif antara kedua aspek utama ini. Berlandaskan pengertian tersebut, subbagian berikut akan

membahas poin-poin tata kelola perusahaan dan pengaruhnya pada kinerja perusahaan.

Ukuran Dewan dan Kinerja Perusahaan

Ukuran dewan komisaris memainkan peran yang signifikan dalam kemampuan komisaris untuk mengawasi dan mengendalikan direktur. Selain itu, beragam pengalaman dan pengetahuan yang dimiliki oleh dewan komisaris akan membuat pengambilan keputusan mereka menjadi lebih berhati-hati sehingga menciptakan kinerja perusahaan yang berkualitas (Detthamrong et al., 2017). Beberapa penelitian menemukan hal yang berbeda-beda, seperti Guest (2009) dan Topak (2011) yang menemukan bahwa ukuran dewan tidak berhubungan positif terhadap kinerja perusahaan. Temuan lain dari Jackling dan Johl (2009) menemukan ukuran dewan berdampak positif pada kinerja perusahaan di India dan temuan ini menunjukkan bahwa seiring dengan meningkatnya ukuran dewan, maka kinerja perusahaan cenderung akan memburuk (Detthamrong et al., 2017). Penjelasan yang dapat diterima untuk hal tersebut adalah adanya kemungkinan bahwa jumlah anggota dewan komisaris yang besar akan menghasilkan komunikasi yang kurang baik di antara anggotanya sehingga pengambilan keputusan menjadi kurang baik dan koordinasi menjadi tidak efektif. Apabila perusahaan dapat mengatasi tantangan terkait dengan ukuran dewan yang lebih besar, maka hal ini akan meningkatkan kinerja perusahaan. Berlandaskan dari penjelasan di atas, peneliti berhipotesis bahwa:

H_{2.1}. Ukuran dewan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Dewan Independen dan Kinerja Perusahaan

Komisaris independen berperan sangat penting dalam mengawasi dewan direksi. Penelitian terdahulu memberikan hasil yang beragam. Penelitian Rashid (2018) menemukan dewan independen berefek negatif pada *firm value* di Bangladesh. Di sisi lain, Liu et al. (2014) dan Fuzi et al. (2015) menemukan dewan independen berdampak positif pada kinerja perusahaan. Dengan mengikuti Detthamrong et al. (2017), peneliti juga berpendapat bahwa kehadiran komisaris independen yang netral dan mumpuni secara

kemampuan dan keterampilan di dewan akan meningkatkan kinerja perusahaan. Oleh karena itu, peneliti berhipotesiskan bahwa:

H_{2.2}. Dewan independen berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

2.4.3. Ukuran Komite Audit dan Kinerja Perusahaan

Komite audit memiliki beberapa peran, yaitu memeriksa informasi keuangan, pengendalian internal, manajemen risiko, efektivitas auditor internal dan eksternal, dan *compliance* pada peraturan dan perundang-undangan yang berlaku (POJK 55/2015). Seorang anggota komite audit harus memiliki kualifikasi tertentu dan melaksanakan tugas serta tanggung jawabnya.

Hsu dan Petchsakulwang (2010), Mohammed et al. (2014), dan Zraiq dan Fadzil (2018) tidak menemukan hubungan positif antara ukuran komite audit dengan kinerja perusahaan. Di sisi lain, Aldamen et al. (2012) justru menemukan hubungan negatif antara komite audit dan kinerja perusahaan. Perusahaan dengan ukuran komite audit yang lebih berpengalaman dan ahli dalam keuangan akan cenderung berkinerja positif pada saat krisis keuangan global terjadi.

Melihat perbedaan ini, peneliti juga menemukan argumen unik dalam penelitian (Detthamrong et al., 2017), yaitu perusahaan dengan komite audit yang kompeten cenderung mengalami skandal akuntansi besar yang lebih rendah sehingga menurunkan kemungkinan untuk memiliki kinerja perusahaan yang buruk secara tiba-tiba. Dari pernyataan pada penelitian terdahulu, mereka berharap ukuran komite audit akan berhubungan positif dengan kinerja perusahaan. Oleh karenanya, peneliti mencoba untuk melihat hasil positif yang dapat terjadi dan mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H_{2.3}. Ukuran komite audit berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Komisaris Perempuan dan Kinerja Perusahaan

Perbedaan dapat menjadi keberagaman yang baik, namun juga bisa buruk. Secara umum, keberagaman yang baik mengarah pada inovasi dan kreativitas yang muncul dan terbangun akibat dari ide dan sudut pandang yang berbeda. Menurut Detthamrong et al.

(2017), terdapat argumen kuat yang menyatakan untuk memiliki lebih banyak direktur (komisaris) perempuan untuk memberikan sudut pandang berbeda sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Rose (2007) menemukan bahwa *gender* (jenis kelamin) dalam kaitannya dengan komposisi dewan tidak memengaruhi kinerja perusahaan di Denmark. Akan tetapi, penelitian Hutchinson et al. (2014) menemukan bahwa keberagaman jenis kelamin dalam dewan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Dari literatur-literatur ini, peneliti mengusulkan hipotesis berikut:

H_{2.4}. Komisaris perempuan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Konsentrasi Kepemilikan dan Kinerja Perusahaan

Masih seperti penjelasan sebelumnya, kepemilikan dapat memitigasi atau mengurangi konflik kepentingan. Berasumsi dari hal ini, maka kemungkinan kepemilikan dapat meningkatkan kinerja perusahaan juga dapat terjadi. Pada penelitian Detthamrong et al. (2017), tidak ditemukan adanya hubungan antara konsentrasi kepemilikan pada kinerja perusahaan. Walau demikian, Mehran (1995) menemukan kinerja perusahaan memiliki hubungan positif dengan persentase ekuitas yang dimiliki oleh manajer. Kao et al. (2019) juga menjelaskan struktur kepemilikan, kepemilikan pemegang saham, kepemilikan institusional, kepemilikan asing dan kepemilikan keluarga memiliki hubungan positif dengan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan adanya hubungan antara konsentrasi kepemilikan dan kinerja keuangan. Oleh karenanya, peneliti mengusulkan hipotesis berikut:

H_{2.5}. Konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

positif dari *leverage* keuangan pada kinerja perusahaan.

Terlebih lagi, Agrawal dan Knoeber (1996) menjelaskan penggunaan pembiayaan dari utang dapat meningkatkan kinerja dengan mendorong pengawasan yang lebih baik oleh kreditur. Jika memang penggunaan pembiayaan utang menyebabkan para kreditur memonitor perilaku perusahaan secara lebih seksama dan sistematis, maka menurut

Reputasi Audit dan Kinerja Perusahaan

Memilih auditor dengan rekam jejak yang baik akan berguna untuk mengurangi informasi yang kurang tepat di dalam laporan keuangan. Selain itu, memiliki laporan keuangan yang diaudit oleh auditor ternama kemungkinan besar akan memberikan sinyal kepada pasar keuangan tentang prospek perusahaan. Detthamrong et al. (2017) berpendapat bahwa salah satu alasan utama untuk memilih auditor besar adalah bahwa perusahaan bersifat internasional dan dengan demikian memerlukan auditor internasional (misalnya, auditor Big 4) untuk mengaudit anak perusahaan asing mereka. Oleh karenanya, perusahaan besar yang menggunakan jasa Big 4 cenderung berkinerja lebih baik daripada perusahaan kecil yang tidak menggunakan. Detthamrong et al. (2017) juga menambahkan bahwa kualitas audit yang lebih baik diharapkan dapat meningkatkan proses pengambilan keputusan investasi dan operasi perusahaan. Berdasarkan argumen tersebut, peneliti mengusulkan hipotesis berikut:

H_{2.6}. Reputasi audit berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Pengaruh *Leverage* Keuangan terhadap Kinerja Perusahaan

Evgeny (2015) menjelaskan bahwa *return on assets*, *return on equity*, dan margin operasi yang dipakai sebagai ukuran kinerja perusahaan dipengaruhi secara negatif oleh *leverage* keuangan. Ini membuktikan adanya hubungan negatif antara keduanya dalam konteks negara Rusia. Sejalan dengan Iavorskyi (2013) yang menemukan *leverage* keuangan berpengaruh negatif pada kinerja perusahaan dalam konteks negara Ukraina. Di sisi lain, Margaritis dan Psillaki, (2010) menemukan adanya efek

Detthamrong et al. (2017) Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi akan berinvestasi pada proyek berkualitas dengan proses *screening* investasi yang lebih selektif serta memiliki performa yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan dengan tingkat *leverage* rendah. Oleh karena itu, peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H₃. *Leverage* keuangan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Mediasi *Leverage* Keuangan pada Tata Kelola dan Kinerja Perusahaan

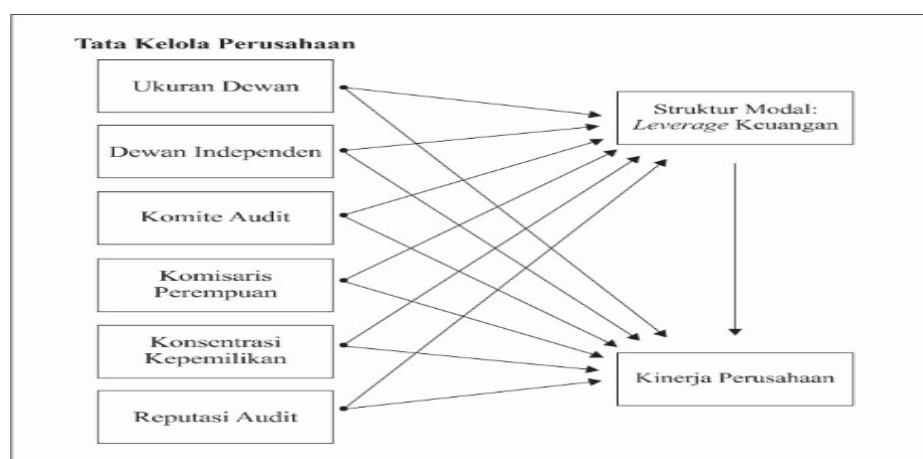
Peneliti melihat kemungkinan efek tidak langsung yang disebabkan oleh *leverage* keuangan. Detthamrong et al. (2017) mengatakan bahwa *corporate governance* tidak memberikan *direct effect* pada kinerja perusahaan, tetapi ada *indirect effect* melalui *leverage* keuangan.

Sebagaimana dibahas pada bagian-bagian sebelumnya, Bagian 2.3. tata kelola perusahaan diharapkan untuk memengaruhi *leverage* keuangan dan Bagian 2.4. *leverage* keuangan diharapkan memengaruhi kinerja perusahaan. Hal ini diperlukan untuk melihat hubungan mediasi seperti yang disarankan oleh Baron dan Kenny (1986) yang menyatakan sebuah variabel berfungsi sebagai mediator ketika: (a) variabel independen secara signifikan menjelaskan mediator yang diduga, (b) mediator secara signifikan menjelaskan

H4.5. *Leverage* memediasi pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap kinerja perusahaan.

H4.6. *Leverage* memediasi pengaruh reputasi audit terhadap kinerja perusahaan.

Kerangka Penelitian



Gambar 1. Kerangka Penelitian

Sumber: Peneliti. (2019).

variabel dependen, dan (c) ketika variabel independent dan dependen dikontrol, hubungan yang sebelumnya signifikan antara keduanya tidak lagi signifikan, dengan bukti terkuat mediasi terjadi ketika hubungan antara keduanya adalah nol. Berdasarkan hal tersebut dan merujuk pada penelitian Detthamrong et al. (2017). Peneliti melihat potensi hubungan antara tata kelola dan kinerja perusahaan yang mungkin disebabkan oleh dampak dari mediasi *leverage* keuangan. Berangkat dari penjelasan tersebut, peneliti ingin menguji hipotesis pada perusahaan LQ 45 non-keuangan di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan mengacu pada hipotesis Detthamrong et al. (2017):

H4.1. *Leverage* memediasi pengaruh ukuran dewan pada kinerja perusahaan.

H4.2. *Leverage* memediasi pengaruh dewan independen terhadap kinerja perusahaan.

H4.3. *Leverage* memediasi pengaruh ukuran komite audit terhadap kinerja perusahaan.

H4.4. *Leverage* memediasi pengaruh komisaris perempuan pada kinerja perusahaan.

Gambar 1 menjelaskan gambaran dari keseluruhan penelitian. Tata Kelola Perusahaan berpengaruh pada Struktur Modal dan Kinerja Perusahaan. *Leverage* Keuangan memediasi Tata Kelola Perusahaan terhadap Kinerja Perusahaan.

METODA PENELITIAN

Penelitian ini menguji pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kinerja perusahaan

dengan peran mediasi *leverage* keuangan. Data bersifat kuantitatif yang diambil dari laporan keuangan tahun 2009-2018 dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Perusahaan yang dipilih adalah perusahaan non-keuangan yang konsisten berada dalam LQ 45 Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 10 tahun (2009 hingga 2018). Dari pengambilan sampel ini, akan diperoleh semua data yang dibutuhkan untuk penelitian.

Data kepemilikan dikumpulkan secara manual melalui ICDM (*Indonesian Capital Market Directory*) dan laporan keuangan perusahaan. Untuk meminimalkan kesalahan, peneliti melakukan pengecekan ulang sebanyak dua kali terhadap keseluruhan data.

Pengukuran Variabel

Pangukuran variabel sejalan dengan penelitian sebelumnya, peneliti akan menggunakan variabel-variabel seperti pada Tabel 1.

Model Penelitian

Peneliti menggunakan OLS untuk menguji pengaruh 6 (enam) variabel independen **X** dan **kontrol** (*explanatory*) terhadap variabel dependen **M** (Persamaan. 1), pengaruh 6 (enam) variabel dependen **X** dan **kontrol** (*explanatory*) terhadap variabel dependen **Y** (Persamaan. 2), pengaruh 1 (satu) variabel independen **M** dan **kontrol** (*explanatory*) terhadap variabel dependen **Y** (Persamaan. 3), dan pengaruh 7 (tujuh) variabel independen **X**, **M** dan **kontrol** (*explanatory*) terhadap **Y** (Persamaan. 4).

Tahapan awal adalah melakukan uji *descriptive statistics* untuk melihat mean, median, standar deviasi, minimum, dan maximum dari variabel-variabel yang akan diuji. Setelah itu, untuk melihat dan memahami pengaruh tata kelola pada *leverage* perusahaan, peneliti melakukan regresi OLS panel sebagai berikut:

Hipotesis 1.1–1.6 memprediksi adanya efek tata kelola (**TK**) pada struktur

Tabel 1. Pengukuran Variabel

Nama Variabel	Kode Variabel	Deskripsi Variabel
Kinerja Perusahaan:		
Profitabilitas	ROE	Rasio laba sebelum bunga dan pajak terhadap ekuitas
Tata Kelola Perusahaan:		
Ukuran Dewan Komisaris	BD_SIZE	Sejumlah dewan komisaris, termasuk seorang ketua dan komisaris independen
Independensi Dewan Komisaris	BD_IND	Rasio jumlah komisaris independen terhadap jumlah semua komisaris
Ukuran Komite Audit	BD_AUDIT	Sejumlah komite audit di dewan
Komisaris Perempuan	BD_WOMEN	Rasio jumlah komisaris wanita terhadap jumlah total dewan komisaris
Konsentrasi Kepemilikan	OWN	Proporsi saham biasa yang dipegang oleh pemegang saham pengendali (25% ke atas)
Reputasi Audit	BIG4	Variabel biner yang bernilai 1 (satu) bila auditor perusahaan adalah salah satu dari empat perusahaan audit terbesar. Perusahaan audit: KPMG, Deloitte, Pricewaterhouse Coopers dan EY.
Struktur Modal:		
<i>Leverage</i>	<i>LEV</i>	Rasio total utang terhadap total aset
Variabel Kontrol:		
ROA	ROA	Rasio laba sebelum bunga dan pajak terhadap total aset

Sumber: Detthamrong et al. (2017).

Catatan: Peneliti merubah variabel kepemilikan (TOP3) menjadi (OWN) karena terdapat peraturan tersendiri perihal kepemilikan di Indonesia dan di dalam laporan keuangan tidak semua perusahaan menuliskan kepemilikan tiga teratas mereka sehingga kepemilikan tiga teratas kurang dapat diaplikasikan.

modal atau *leverage* (**LEV**). Hipotesis-hipotesis ini diuji dengan Persamaan (1) sebagai berikut:

$$LEV_{i,t} = \alpha + \beta TK_{i,t} + \gamma Kontrol_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Tahap ketiga, Hipotesis 2.1-2.6 memprediksi adanya pengaruh tata kelola (**TK**) terhadap kinerja perusahaan (**ROE**). Hipotesis-hipotesis ini diuji dengan Persamaan (2) sebagai berikut:

$$ROE_{i,t} = \alpha + \beta TK_{i,t} + \gamma Kontrol_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Tahap keempat, Hipotesis 3 memperkirakan adanya pengaruh *leverage* (**LEV**) terhadap kinerja perusahaan (**ROE**) diuji dengan Persamaan (3) sebagai berikut:

$$ROE_{i,t} = \alpha + \beta LEV_{i,t} + \gamma Kontrol_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Tahap kelima, Hipotesis 4.1–4.6 yang memperkirakan adanya pengaruh tata kelola (**TK**) dan *leverage* (**LEV**) terhadap kinerja perusahaan (**ROE**). Hipotesis-hipotesis ini diuji dengan Persamaan (4) sebagai berikut:

$$ROE_{i,t} = \alpha + \beta TK_{i,t} + \delta LEV_{i,t} + \gamma Kontrol_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Tahap keenam, peneliti menguji keempat persamaan tersebut. Setelahnya, peneliti menggunakan *Chow test* dan *Hausman test* untuk memutuskan model *fixed-effect* atau *random-effect* yang sesuai untuk digunakan sebagai model dalam penelitian ini. Terlebih lagi, dengan mengacu pada penjelasan yang disampaikan oleh penelitian Baron dan Kenny (1986), maka beberapa syarat untuk melihat adanya efek mediasi juga akan diuji.

HASIL PENELITIAN

Statistik Deskriptif

Bagian ini menjelaskan mengenai hasil statistik deskriptif dari setiap variabel. Peneliti pertama-tama melakukan pengolahan data dengan mengeliminasi perusahaan LQ 45 yang tidak konsisten selama 10 (sepuluh) tahun. Didapatkan 13 (tiga belas) perusahaan yang konsisten dari keseluruhan 45 (empat puluh lima) perusahaan. Dari dasar ketiga belas perusahaan ini, statistik deskriptif variabel-variabel dijabarkan pada Tabel 2 seperti berikut:

Dari tabel di bawah dapat dilihat bahwa **BD_SIZE** memiliki nilai maksimum dan minimum sebesar 12.00 dan 4.00. Hal ini mengartikan, dari ketiga belas perusahaan, terdapat perusahaan dengan ukuran dewan komisaris tertinggi 12 orang dan terendah 4 orang.

Selain itu, ada juga perusahaan dengan **ROE** dan **ROA** dengan nilai maksimum tertinggi, yaitu perusahaan **UNVR**, dengan nilai masing-masing 135.85 dan 46.59 atau sebesar 135% dan 46.59%. Ini mengindikasikan bahwa kinerja perusahaan **UNVR** baik selama sepuluh tahun terakhir.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	Kode	Mean	Median	Max	Min	Std.
Ukuran Dewan Komisaris	BD_SIZE	6.65	6.00	12.00	4.00	1.72
Independensi Dewan Komisaris	BD_IND	0.37	0.38	0.75	0.17	0.09
Komite Audit Komisaris	BD_AUDIT	3.56	3.00	6.00	3.00	0.87
Perempuan	BD_WOMEN	0.04	0.00	0.43	0.00	0.08
Konsentrasi Kepemilikan	OWN	0.59	0.57	0.85	0.32	0.12
Reputasi Audit	BIG4	0.95	1.00	1.00	0.00	0.21
ROE	ROE	27.22	20.53	135.85	3.98	27.79
ROA	ROA	13.47	10.65	46.59	2.27	10.07
Leverage	LEV	0.41	0.42	0.77	0.13	0.16

Sumber: Hasil uji, (2019)

Nilai mean (median) dari BD_IND adalah 0.37 (0.37), mengartikan bahwa rasio komisaris independen di Indonesia terbilang baik karena nominalnya sebesar 37%, sesuai dengan peraturan persyaratan pencacatan saham di Bursa Efek Indonesia (komisari independen > 30% dari keseluruhan dewan komisaris). Selain itu, nilai mean (median) dari BD_WOMEN adalah 0.03 (0.00), menyatakan rata-rata sampel rasio komisaris wanita sebesar 0.03 dari keseluruhan. Hal ini dapat berarti jumlah komisaris wanita di Indonesia masih terbilang kecil. Terlebih lagi, nilai mean (median) dari OWN adalah 0.59 (0.56), menyatakan rata-rata sampel kepemilikan saham adalah $\geq 25\%$ dari keseluruhan data, yaitu sebesar 59%. Kemudian, nilai mean (median) dari BIG4 adalah 0.95 (1.00), menyatakan rata-rata sampel perusahaan yang menggunakan jasa akuntan publik *Big 4* sebesar 95%. Hal ini juga mengartikan bahwa perusahaan yang termasuk ke dalam LQ 45 hampir seluruhnya menggunakan jasa akuntan publik ternama untuk mengaudit laporan keuangan perusahaannya. Selanjutnya, nilai mean (median) dari LEV adalah 0.40 (0.42), menyatakan rata-rata sampel *leverage* keuangan sebesar 40%. Hal ini dapat mengartikan bahwa rata-rata *leverage* keuangan ketiga belas perusahaan masih terbilang baik, karena berada di bawah 100% atau perusahaan dapat memenuhi kewajibannya dari total aset yang dimiliki. Terakhir, nilai mean (median) dari ROA adalah 13.47 (10.64), menyatakan rata-rata sampel rasio *return on asset* perusahaan sebesar 13.47. Hal ini dapat mengartikan bahwa laba perusahaan lebih besar dari total aset perusahaan, juga menyatakan perusahaan dapat memperoleh aset baru dari laba yang dimiliki.

Secara keseluruhan, data dapat dikatakan sebagai data yang baik karena homogen dengan melihat standar deviasi yang berada di bawah nilai mean, kecuali untuk ROE.

Pemilihan Model

Uji Chow dan Hausman dilakukan untuk menentukan model. Penjelasan detail terkait model-model yang akan digunakan dijelaskan pada Tabel 3.

Tabel 3. Uji Hausman Model 1 - 4

Ringkasan Uji	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. df.	Probabilitas
Model 1	6.518	7	0.480
Model 2	6.395	7	0.494
Model 3	26.898	2	0.000
Model 4	33.457	8	0.000

Sumber: Hasil uji, (2019)

Pada Tabel 3 di atas, dapat dijelaskan bahwa uji Hausman model 1 dan model 2 > dari 0.05, berarti menunjukkan model *random-effect* lebih cenderung dipilih atau disukai. Sebaliknya, model 3 dan model 4 < dari 0.05, berarti menunjukkan model *fixed-effect* lebih cenderung dipilih atau disukai.

Uji Chow telah dilakukan secara menyeluruh terhadap model-model yang ada. Hasilnya adalah semua uji Chow menyatakan model *fixed-effect* yang terpilih. Berdasarkan hal tersebut, dapat disimpulkan bahwa uji Hausman sudah cukup untuk menjawab pemilihan model dan model yang dipilih untuk setiap model adalah: (1) model 1 dan model 2 menggunakan *random-effect model* (REM) dan (2) model 3 dan model 4 menggunakan *fixed-effect model* (FEM).

Pengujian Hipotesis

Dari keseluruhan uji model yang telah dilakukan, Tabel 4 menjabarkan hasil uji hipotesis. Dari Tabel 4 di bawah, dapat dijelaskan bahwa pada model 1, BD_IND (0.041), BIG4 (0.010), dan ROA (kontrol) signifikan karena berada ≤ 0.05 . Ketiga variabel tersebut dinyatakan berpengaruh terhadap *leverage* keuangan. Walau demikian, variabel BD_IND berpengaruh secara negatif sehingga menurunkan *leverage* keuangan dan variabel BIG4 berpengaruh secara positif sehingga meningkatkan *leverage* keuangan. Oleh karenanya, Hipotesis 1.2. tidak terdukung dan Hipotesis 1.6. terdukung. Hanya penggunaan *Big 4* sebagai reputasi audit pada ketiga belas perusahaan LQ 45 memengaruhi *leverage* keuangan secara positif.

Tabel 4. Hasil Uji Hipotesis

Variabel	Model 1 (Leverage)		Model 2 (ROE)		Model 3 (ROE)		Model 4 (ROE)	
	β	Sig	β	Sig	β	Sig	β	Sig
Ukuran Dewan Komisaris	0.002	0.776	0.002	0.086*	-	-	-1.232	0.041**
Independensi Dewan Komisaris	-0.134	0.041**	-0.135	0.000***	-	-	-26.763	0.000***
Komite Audit Komisaris	0.004	0.746	0.004	0.272	-	-	1.268	0.281
Perempuan	-0.096	0.181	-0.096	0.976	-	-	6.159	0.331
Konsentrasi Kepemilikan	-0.020	0.916	-0.020	0.193	-	-	17.742	0.352
Reputasi Audit	0.098	0.010**	0.098	0.323	-	-	-9.897	0.005***
ROA	-0.004	0.000***	-0.004	0.000***	1.658	0.000***	1.759	0.000***
Leverage	-	-	-	-	55.394	0.000***	54.449	0.000***
R ²	0.268		0.664		0.968		0.975	
F Test	0.000		0.000		0.000		0.000	
Chow Test	FEM		FEM		FEM		FEM	
Hausman Test	REM		REM		FEM		FEM	
LM test	REM		REM					
Simpulan	REM		REM		FEM		FEM	

Sumber: Hasil uji, (2019).

Catatan: Tabel ini menjelaskan hasil uji dari 4 model. Probabilitas = * $p < 10%$, ** $p < 5%$, *** $p < 1%$.

Selanjutnya, variabel BD_IND (0.000) dan ROA (kontrol) pada model 2 signifikan karena ≤ 0.05 . Kedua variabel tersebut dinyatakan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, namun berpengaruh secara negatif. Artinya, tingkat independensi dari dewan komisaris menurunkan kinerja perusahaan. Hal ini mungkin dapat disebabkan oleh lemahnya peran dari dewan independen. Oleh karenanya, Hipotesis 2.2. tidak terdukung.

Kemudian, variabel LEV (0.000) dan ROA (kontrol) pada model 3 signifikan karena ≤ 0.05 . Kedua variabel tersebut dinyatakan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Artinya, *leverage* keuangan ketiga belas perusahaan LQ 45 meningkatkan kinerja perusahaan karena adanya pengawasan dari pihak ketiga, termasuk perbankan, sehingga membuat perusahaan beroperasi dengan optimal. Oleh karenanya, Hipotesis 3. terdukung.

Terlebih lagi, seperti penelitian Detthamrong et al. (2017) serta Baron dan Kenny (1986) yang menjelaskan bahwa penting untuk melihat secara keseluruhan hasil regresi untuk melihat efek mediasi, maka beberapa kondisi dari keempat model yang diuji harus terpenuhi, yaitu: (1) pada model 1, tata kelola

perusahaan (X) harus memengaruhi mediator, *leverage* keuangan (M). Kemudian, (2) pada model 2, tata kelola perusahaan (X) harus memengaruhi kinerja perusahaan (Y). Selanjutnya, (3) pada model 3, *leverage* keuangan (M) sebagai mediator harus memengaruhi kinerja perusahaan (Y). Terakhir, (4) bila ketiga kondisi di atas terpenuhi sesuai dengan yang diharapkan dan pengaruh variabel tata kelola perusahaan (X) terhadap kinerja perusahaan (Y) pada model 4 lebih lemah (menjadi tidak signifikan) dari model 2, maka ada bukti untuk adanya *partial mediation* atau *full mediation*.

Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat dijelaskan beberapa hal mengenai model 4. Pertama, variabel BD_SIZE (0.041) tidak memiliki efek mediasi oleh karena ukuran dewan komisaris tidak memiliki pengaruh terhadap *leverage* keuangan. Dalam artian yang lain, ukuran yang dimiliki oleh dewan komisaris perusahaan LQ 45 tidak meningkatkan *leverage* keuangan perusahaan mereka, tetapi meningkatkan kinerja perusahaan. Kedua, variabel BD_IND (0.000) memiliki efek mediasi secara *partial mediation* karena dewan independen perusahaan tidak secara keseluruhan atau langsung memengaruhi

kinerja perusahaan, melainkan ada peran dari *leverage* keuangan di antara hubungan keduanya. Ketiga, variabel BIG4 (0.005) memiliki efek mediasi secara *full mediation* karena dewan independen perusahaan tidak secara langsung memengaruhi kinerja perusahaan, melainkan ada peran dari *leverage* keuangan yang secara penuh memengaruhi kinerja perusahaan. Oleh karena itu, Hipotesis 4.2. dan Hipotesis 4.6. terdukung.

PEMBAHASAN

Tata Kelola dan *Leverage* Keuangan

Dewan komisaris independen memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage* keuangan. Ini mengartikan bahwa keberadaan dewan komisaris independen membuat *leverage* keuangan menurun. Akan tetapi, reputasi audit berpengaruh positif terhadap *leverage* keuangan. Ini berarti bahwa reputasi audit memang benar meningkatkan *leverage* keuangan perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Detthamrong et al. (2017) yang membuktikan bahwa dewan komisaris independen dan reputasi audit tidak berpengaruh pada *leverage* keuangan. Selain kedua variabel itu, variabel ukuran dewan; komisaris perempuan; komite audit; dan konsentrasi kepemilikan tidak memiliki pengaruh terhadap *leverage* keuangan ketiga belas perusahaan LQ 45 non-keuangan di Indonesia dan ini mendukung penelitian Detthamrong et al. (2017).

Tata Kelola terhadap Kinerja Perusahaan

Dewan komisaris independen berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, akan tetapi berpengaruh secara negatif. Ini berarti bahwa dewan komisaris independen menurunkan kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Detthamrong et al. (2017) yang membuktikan bahwa dewan komisaris independen tidak berpengaruh sama sekali terhadap kinerja perusahaan. Sementara itu, ukuran dewan; komisaris wanita; ukuran komite audit; konsentrasi kepemilikan; dan reputasi audit secara jelas tidak memengaruhi kinerja perusahaan pada ketiga belas perusahaan LQ 45 non-keuangan di Indonesia dan ini konsisten dengan penelitian Detthamrong et al. (2017).

Leverage Keuangan terhadap Kinerja Perusahaan

Pada uji ini *leverage* keuangan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hal ini berarti *leverage* keuangan memang meningkatkan kinerja perusahaan dan hasil ini konsisten dengan penelitian Detthamrong et al. (2017) yang membuktikan bahwa variabel *leverage* keuangan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Dari hasil tersebut, dapat juga dikatakan bahwa *leverage* keuangan dapat memitigasi masalah-masalah investasi karena *monitoring* yang lebih baik dari para kreditur mampu meningkatkan kinerja perusahaan (Harvey et al., 2004; Detthamrong et al., 2017).

Mediasi Leverage Keuangan pada Tata Kelola dan Kinerja Perusahaan

Dewan komisaris independen dan reputasi audit dimediasi oleh *leverage* keuangan. Dewan komisaris independen merupakan variabel yang dimediasi secara *partial mediation* atau *leverage* keuangan berlaku sebagai *partial mediator* bagi dewan komisaris independen terhadap kinerja perusahaan. Selain itu, reputasi audit merupakan variabel yang dimediasi secara *full mediation* atau *leverage* keuangan berlaku sebagai *full mediator* bagi reputasi dari auditor terhadap kinerja perusahaan. Dari temuan tersebut, maka penelitian ini tidak mendukung penelitian Detthamrong et al. (2017) yang membuktikan bahwa *leverage* keuangan sebagai *partial mediator* dari ukuran komite audit pada perusahaan besar. Terkhusus tiga belas perusahaan LQ 45 di Indonesia.

Secara keseluruhan, penelitian ini tidak mendukung temuan dari Detthamrong et al. (2017). Walau demikian, hal tersebut dapat dikarenakan oleh sampel yang digunakan dalam penelitian ini hanya terdiri dari perusahaan besar dengan tidak mencakup seluruh industry dan tidak mencakup perusahaan kecil seperti penelitian sebelumnya. Akan tetapi, penelitian ini sejalan dengan Berger et al. (1997) dan Wen et al. (2002), serta memberikan temuan baru terkait adanya *partial mediation* dan *full mediation* dari tata kelola perusahaan melalui *leverage* keuangan pada kinerja perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini menemukan *corporate governance* berpengaruh terhadap *leverage* keuangan dan kinerja perusahaan. Beberapa temuan yang terlihat adalah komisaris independen dapat mengurangi *leverage*, sedangkan reputasi audit mampu meningkatkan *leverage* perusahaan. Penurunan ini disebabkan pengawasan komisaris independen pada dewan direksi tidak serta-merta membuat *leverage* perusahaan juga mengalami peningkatan. Terlebih lagi, pengawasan dari pihak luar juga menyebabkan hubungan yang tidak baik terhadap rasio utang. Sebaliknya, perusahaan tampak lebih kredibel karena reputasi perusahaan yang baik akibat keterlibatan auditor Big 4 sehingga memungkinkan perusahaan untuk mempunyai tingkat *leverage* yang lebih baik dari pendanaan eksternal. Walau demikian, ukuran dewan komisaris menurunkan kinerja perusahaan bila *leverage* dimasukkan ke dalam persamaan sebagai faktor penentu walau bukan bersifat sebagai mediator. Adanya penurunan ini dapat dikarenakan oleh banyaknya anggota dalam dewan komisaris. Bila anggota dewan terlalu banyak, maka akan mengakibatkan kurangnya kerja sama dan pengambilan keputusan yang efektif, termasuk asimetri informasi.

Kemudian, *leverage* keuangan memengaruhi kinerja perusahaan. Hal ini sesuai dengan teori *trade-off*, yaitu rasio utang dapat menaikkan kinerja karena utang memitigasi kinerja perusahaan. Akhirnya, terdapat efek mediasi dari *leverage* keuangan, yaitu *partial mediation* pada dewan komisaris independen terhadap kinerja perusahaan dan *full mediation* pada reputasi audit terhadap kinerja perusahaan. Oleh karenanya, tata kelola perusahaan berhubungan pada kinerja perusahaan secara *indirect* dengan melalui *leverage* keuangan.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini masih memiliki banyak keterbatasan. Terdapat keterbatasan pada kecilnya lingkup uji dan adanya uji asumsi klasik yang tidak terpenuhi, baik itu asumsi klasik heteroskedastisitas dan autokorelasi. Terlebih lagi, penelitian ini belum menguji aspek *board characteristic* dan industri lainnya, selain yang terdapat di LQ 45 Bursa Efek Indonesia, sehingga ini dapat menjadi acuan penelitian ke depan.

Saran

Peneliti berharap agar keterbatasan-keterbatasan pada penelitian ini dapat menjadi perhatian. Tidak lupa juga, penelitian lebih lanjut terkait tata kelola, struktur modal, dan kinerja perusahaan untuk memperdalam wawasan secara lebih komprehensif masih perlu untuk dilakukan.

DAFTAR REFERENSI

- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm Performance and Mechanism to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders. *Journal of Finance Quant. Anal.* Vol. 31. 377-397.
- Ahmadpour, A., Samimi, A. J., Golmohammadi, H. (2012). Corporate Governance and Capital Structure: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Middle-East Journal of Scientific Research.* Vol. 11. 531-535.
- Aldamen, H., Duncan, K., Kelly, S., McNamara, R., Nagel, S. (2012). Audit Committee Characteristics and Firm Performance During the Global Financial Crisis. *Afaanz Accounting & Finance.* Vol. 52. 971-1000.
- Ariningtika, Endang Kiswara. (2013). "Pengaruh Praktik Tata Kelola Perusahaan yang Baik Terhadap Pengungkapan Lingkungan Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2011)". *Diponegoro Journal of Accounting.* Vol. 2. 1-10.
- Azizkhani, M., Monroe, G.S., Shailer, G. (2010). The Value of Big 4 Audits in Australia. *Accounting and Finance, Accounting and Finance Association of Australia and New Zealand.* Vol. 50 No. 4, 743-766.
- Baron, Reuben M., and David A. Kenny. (1986). The Moderator-Mediator

- Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*. Vol. 51 No. 6 1171-1182.
- Berger, P.G., Ofek, E.L.I., Yermack, D.L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *Journal of Finance*. Vol. 52, 1411–1438
- Bhagat, S., dan Bolton, B. (2008). Corporate Governance and Firm Performance. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 14. 257-273.
- Bhatt, Padmanabha Ramachandra, and R. Rathish Bhatt. (2017). "Corporate Governance and Firm Performance in Malaysia." *Corporate Governance*. Vol. 17 No. 5 896-912.
- Brigham, Eugene F & Joel F. Houston. (2011). *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 11. Jakarta: Erlangga.
- Bursa Efek Indonesia tentang Persyaratan-persyaratan Pendaftaran Perusahaan. (Online), (<https://www.idx.co.id>, diakses 09 Agustus 2019).
- Butt, Umar. (2020). "Profits, Financial Leverage and Corporate Governance." *International Journal of Managerial Finance*. Vol. 16 No. 2 203-223.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, and Lixin Colin Xu. (2000). Corporate Performance in the East Asian Financial Crisis. *The World Bank Research Observer*. Vol. 15 No. 1 23-46.
- Detthamrong, U., Chancharat, N., Vithessonthi, C. (2017). Corporate Governance, Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*. Vol. 42. 689-709.
- Evgeny, Ilyukhin. (2015). The Impact of Financial Leverage on Firm Performance Evidence from Russia. *Journal of Corporate Finance Research*. Vol. 34. 24-36.
- Florackis, Chrisostomos, and Aydin Ozkan. (2009). Managerial Incentives and Corporate Leverage: Evidence from the United Kingdom. *Accounting & Finance*. Vol. 49 No. 3 531-553.
- Fuzi, S. F. S., Halim, A. A., Julizaerma, M. K. (2016). Fifth International Conference on Marketing and Retailing (5th INCOMaR) 2015. Board Independence and Firm Performance. *Procedia Economics and Finance*. Vol. 37. 460-465.
- Gill, A., Biger, N., Mand, H. S., Shah, C. (2012). Corporate Governance and Capital Structure of Small Business Service Firms in India. *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 4. 83-92.
- Guest, P. M. (2009). The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from the UK. *The European Journal of Finance*. Vol. 15. 385-404.
- Harahap, Yahya. 2009. *Hukum Perseroan Terbatas*. Jakarta: Sinar Grafika.
- Harvey, Campbell. R., Lins, Karl. V., Roper, Andrew. H. (2004). The Effect of Capital Structure When Expected Agency Costs Are Extreme. *Journal of Financial Economics*. Vol. 74. 3-30.
- Hsu, Wen-Yen., & Petchsakulwong, Pongpitch. (2010). The Impact of Corporate Governance on The Efficiency Performance of The Thai Non-Life Insurance Industry. *The International Association for the Study of Insurance Economics*. Vol. 35. S28-S49.
- Hutchinson, M., Mack, Janet., Plastow, K. (2014). Who Select The 'Right' Directors? An Examination of The Association Between Board Selection, Gender Diversity and Outcomes. *Afaanz Accounting and Finance*. Vol. 55. 1071-1103.
- Iavorskyi, Mykhailo. (2013). The Impact of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Ukraine. *Thesis for The Degree of MA in Financial Economics*. 1-36.
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies. *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 17. 492-509.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3. 305-360.
- Kao, Mao-Feng, Lynn Hodgkinson, and Aziz Jaafar. (2019). Ownership Structure, Board of Directors and Firm Performance: Evidence from Taiwan.

- Corporate Governance*. Vol. 19 No. 1. 189-216.
- Liu, Yu., Miletkov, Mihail K., Wei, Zuobao., Yang, Tina. (2014). Board Independence and Firm Performance in China. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 30. 223-244.
- Mardnly, Zukaa, Sulaiman Mouselli, and Riad Abdulraouf. (2018). Corporate Governance and Firm Performance: An Empirical Evidence from Syria. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*. Vol. 11 No. 4, 591-607.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance. *Journal Bank and Finance*. Vol. 34. 621-632.
- Meran, Hamid. (1995). Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*. Vol. 38 163-184.
- Mohammed, E., Al-Swidi, A. Kaid., Fadzil, F. H. Bt. (2014). Audit Committee Characteristics and Executive Committee Characteristics and Firm Performance in Oman: Empirical Study. *Asian Social Science*. Vol. 12. 98-113.
- Paligorova, T., & Xu, Z. (2012). Complex Ownership and Capital Structure. *Journal of Corporate and Finance*. Vol. 18. 701-716.
- Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia yang dikeluarkan oleh Komite Nasional Kebijakan Corporate Governance (KNKCG) Tahun 2006*. (Online), (<http://www.knkg-indonesia.org>, diakses 10 Agustus 2019).
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 55/POJK.04/2015 Tentang Pembentukan dan Pedoman Pelaksanaan Kerja Komite Audit*. (Online), (<https://www.ojk.go.id>, diakses 10 Agustus 2019).
- Rashid, Afzalur. (2018). Board Independence and Firm Performance: Evidence from Bangladesh. *Future Business Journal*. Vol. 4. 34-49.
- Rose, Caspar. (2007). Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence. *Corporate Governance: International Review*. Vol. 15. 404-413.
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2012). Effects of Corporate Governance on Capital Structure: Empirical Evidence from Pakistan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. Vol. 12. 629-641.
- Strøm, R. Ø., D'Espallier, B., Mersland, R. (2014). Female Leadership, Performance, and Governance in Microfinance Institutions. *Journal Bank and Finance*. Vol. 42. 60-75.
- Suto, M. (2003). Capital Structure and Investment Behaviour of Malaysian Firms in the 1990: A Study of Corporate Governance Before Crisis. *Corporate Governance: International Review*. Vol. 11. 25-39.
- Ting, I. W. K., Azizan, N. A. B., Kweh, Q. L. (2015). Upper Echelon Theory Revisited: The Relationship between CEO Personal Characteristics and Financial Leverage Decision. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*. Vol. 195. 686-694.
- Topak, M. S. (2011). The Effect of Board Size on Firm Performance: Evidence from Turkey. *Middle Eastern Finance and Economics*. 119-127.
- Undang-undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas*. (Online), (<https://www.ojk.go.id>, diakses 09 Agustus 2019).
- Wen, Y., Rwegasira, K., Bilderbeek, J. (2002). Corporate Governance and Capital Structure Decisions of The Chinese Listed Firms. *Corporate Governance: International Review*. Vol. 10. 75-83.
- Zelechowski, D. D., & Bilimoria, D. (2004). Characteristics of Women and Men Corporate Inside Directors in the US. *Corporate Governance: International Review*. Vol. 12. 337-342.
- Zraiq, M. A. A., & Fadzil, F. H. Bt. (2018). The Impact of Audit Committee Characteristics on Firm Performance: Evidence from Jordan. *Scholar Journal of Applied Sciences and Research*. Vol. 1. 39-42.

Copyrights

Copyright for this article is retained by the author(s), with first publication rights granted to the journal.

This is an open-access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution license (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).