

DAMPAK TATA KELOLA PERUSAHAAN TERHADAP PROFITABILITAS DAN NILAI PERUSAHAAN: ANALISIS SIMULASI KEBIJAKAN

*IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE ON PROFITABILITY AND FIRM VALUE:
POLICY SIMULATION ANALYSIS*

Assrianti^{*)1}, Bonar M. Sinaga^{*)}, Bayu Bando^{*)}

^{*)} Sekolah Bisnis, IPB University
Jl. Pajajaran Bogor 16151, Indonesia

Abstract: *The concept of good corporate governance (GCG) has not been fully implemented by most business actors which is reflected in the assessment results of the ASEAN Corporate Governance Scorecard. The study aims to analyze the impact of external and internal factors including the implementation of GCG on the profitability and firm value in the LQ45 index of the Indonesia Stock Exchange. The econometric model is built as a system of simultaneous equations and estimated by using the Two-Stage Least Squares (2SLS) method and the impact simulation analysis policy. The result shows impact of decrease in gross domestic product is greater than increase in inflation. Furthermore if the decrease in gross domestic product or the increase in inflation that is resolved by company policies by improving corporate governance, making efficiency by reducing operational costs, and increasing total assets, have greater impact than the company resolved by improving corporate governance and making efficiency by reducing the cost of goods sold.*

Keywords: *econometric model, external and internal factors, firm value, good corporate governance, profitability*

Abstrak: Konsep tata kelola perusahaan masih belum sepenuhnya diterapkan oleh sebagian besar pelaku usaha yang tercermin dalam hasil penilaian ASEAN Corporate Governance Scorecard. Tujuan penelitian adalah untuk menganalisis dampak faktor eksternal dan internal termasuk penerapan tata kelola perusahaan terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan dalam indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia. Model ekonometrika dibangun sebagai sistem persamaan simultan dan diestimasi menggunakan metode *Two Stage Least Squares* (2SLS) dan analisis simulasi dampak kebijakan. Hasil penelitian menunjukkan dampak penurunan produk domestik bruto lebih besar daripada kenaikan tingkat inflasi. Selanjutnya, pada kondisi penurunan produk domestik bruto atau peningkatan tingkat inflasi yang diatasi perusahaan dengan kebijakan meningkatkan tata kelola perusahaan, menurunkan beban operasional, dan meningkatkan total aset memiliki dampak lebih besar dibandingkan dengan yang diatasi perusahaan dengan meningkatkan tata kelola perusahaan dan melakukan efisiensi dengan menurunkan harga pokok penjualan.

Kata kunci: faktor eksternal, faktor internal, nilai perusahaan, profitabilitas, tata kelola

¹ Alamat Korespondensi:
Email: assrianti20@gmail.com

PENDAHULUAN

Krisis keuangan yang terjadi di tahun 1997–1998 dan krisis keuangan global pada tahun 2008 yang dipicu oleh skandal *suprime mortgage* di Amerika Serikat, telah membangkitkan adanya reformasi dan inisiatif baru yang mendorong penguatan perekonomian nasional (OJK, 2014). *The Indonesian Institute for Corporate Governance* dalam Laporan *Corporate Governance Perception Index* tahun 2009 menyatakan bahwa, lumpuhnya sektor ekonomi yang memiliki peran signifikan dalam perekonomian Indonesia, membuat *International Monetary Fund* (IMF) memberikan bantuan dana dengan mensyaratkan adanya peningkatan implementasi tata kelola perusahaan.

The Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) (2010) menjelaskan bahwa dalam rangka menjaga stabilisasi perekonomian akibat krisis, pasar modal berperan penting sebagai tempat pembiayaan alternatif. Produk Domestik Bruto (PDB) merupakan salah satu indikator makroekonomi utama dalam melihat perekonomian di suatu negara, di mana semakin tinggi nilai PDB mengindikasikan perekonomian pada negara tersebut mengalami pertumbuhan dan menciptakan peningkatan daya beli masyarakat sehingga perusahaan akan berlomba untuk meningkatkan penjualannya. Peningkatan penjualan menandakan kinerja perusahaan yang baik dan hal tersebut akan menaikkan harga saham (Prasetyanto, 2016). Kenaikan harga saham tentunya akan berpengaruh terhadap kapitalisasi pasar modal secara umum.

Gambar 1 menyajikan sejak tahun 2010 – 2018, rata-rata kapitalisasi pasar memiliki kontribusi sebanyak 46,88% terhadap PDB dengan total kapitalisasi pasar sebesar Rp6.667.57 triliun di tahun 2018. Kapitalisasi pasar yang tinggi didukung oleh semakin bertumbuhnya jumlah perusahaan tercatat di Indonesia dari tahun ke tahun. Pada tahun 2018, jumlah perusahaan tercatat meningkat sebesar 3,96% dari 566 menjadi 619 perusahaan tercatat. Peningkatan jumlah ini turut menjadi suatu indikasi bahwa pasar modal menjadi tempat yang dipercaya oleh entitas sebagai sumber pembiayaan maupun sarana investasi.

Nilai kapitalisasi pasar Indonesia didominasi oleh 45 saham dengan kondisi likuiditas terbaik dan memiliki kinerja yang dapat dipertanggungjawabkan. Di Bursa Efek Indonesia, ke-45 perusahaan tersebut berada

dalam sebuah indeks LQ45 yang dapat dijadikan acuan bagi para investor dalam mendukung keputusan investasinya, di mana indeks LQ45 menyumbang sekitar 70% terhadap kapitalisasi pasar nasional. Fahmi (2014) menyatakan bahwa indeks LQ45 yang sering disebut sebagai saham *blue chip*, yakni saham perusahaan yang memiliki nilai kondisi yang cenderung stabil dan bersifat mengalami kenaikan yang konstan (*constant growth*), membuat investor kategori *risk adverse* (menghindari risiko) cenderung memilih saham di kategori ini. Perkembangan indeks saham pada indeks LQ45 disajikan dalam Gambar 2.

Gambar 2 menyajikan perkembangan indeks LQ45 yang menunjukkan tren peningkatan dan penurunan yang fluktuatif. Pada tahun 2015 telah terjadi penurunan kinerja sebesar 11,86% dari tahun sebelumnya. Walaupun pada akhirnya di tahun 2016 dan 2017 kinerja saham LQ45 meningkat sebesar 22,02%, namun di akhir tahun 2018 kinerja kembali menurun sebesar 3,96%. Hal ini memberikan indikasi bahwa kondisi saham-saham yang termasuk ke dalam kategori saham dengan kondisi likuiditas baik tidak menjamin adanya kepastian bahwa akan terus terjadi peningkatan kinerja, namun akan dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi dan internal masing-masing perusahaan.

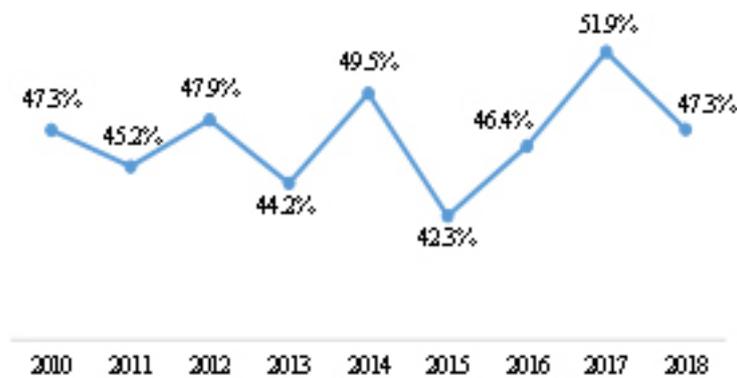
Mengacu kepada krisis yang telah terjadi dan penyebabnya, tata kelola merupakan salah satu bentuk upaya mitigasi terhadap risiko sistemik yang seharusnya diimplementasikan dengan baik oleh seluruh perusahaan. Claessens dan Burcin (2012) menjelaskan bahwa krisis keuangan yang terjadi akibat adanya kegagalan tata kelola perusahaan di lembaga keuangan dan perusahaan, berdampak pada timbulnya gugatan hukum yang mengakibatkan kebangkrutan pada perusahaan-perusahaan di dunia dikarenakan banyaknya kasus *fraud*, skandal akuntansi, dan kegagalan bisnis. Hal tersebut sejalan dengan yang disampaikan Turel *et al.* (2012) bahwa kegagalan tersebut terjadi akibat lemahnya peran manajemen dalam menjalankan perusahaan.

Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance atau yang lebih dikenal dengan *Cadbury Committee* mendefinisikan tata kelola sebagai prinsip yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan agar mencapai keseimbangan antara kekuatan dan kewenangan perusahaan hal yang terjadi di perusahaan kepada seluruh pemangku kepentingan (*stakeholders*), khususnya kepada pemegang saham (*shareholders*)

(Daniri, 2014). Berdasarkan definisi yang dinyatakan oleh *Cadbury Committee*, definisi mengenai tata kelola perusahaan kemudian semakin berkembang dari waktu ke waktu. Zarkasyi (2008) mendefinisikan tata kelola merupakan suatu sistem (*input, proses, output*) dan seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara berbagai pihak yang berkepentingan terutama direksi, dewan komisaris, dan pemegang saham demi tercapainya tujuan perusahaan.

Pemenuhan implementasi tata kelola yang baik merupakan langkah strategik dalam rangka mencapai tujuan didirikannya sebuah perusahaan yang pada

umumnya adalah untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham melalui optimalisasi nilai perusahaan yang diproses dengan Tobin's Q serta memperoleh laba, yang dilihat berdasarkan rasio profitabilitasnya, yakni *Return on Assets (ROA)* dan *Return on Equity (ROE)*. Tjondro dan Wilopo (2011) menyatakan bahwa tata kelola perusahaan yang ditunjukkan melalui variabel pelaksanaan tugas dan tanggung jawab (direksi, dewan komisaris, komite), penanganan benturan kepentingan, pengendalian internal, penyediaan dana pada pihak ketiga, transparansi, dan rencana strategis bank, memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas (ROA dan ROE).



Gambar 1. Kontribusi kapitalisasi pasar terhadap PDB Indonesia tahun 2010-2018 (CEICData, 2019)



Gambar 2. Perkembangan Indeks Saham LQ45 (BEI, 2019)

Penelitian Bhatt dan Bhatt (2017), Attia *et al.* (2018), Adam *et al.* (2018), dan Tshipa *et al.* (2018) juga menyatakan bahwa tata kelola memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas perusahaan. Terkait dengan nilai perusahaan, penelitian Syafitri *et al.* (2018), Fahdiansyah *et al.* (2018), menyatakan bahwa tata kelola yang diprosikan melalui variabel komite audit, kepemilikan manajerial, direksi, dan dewan komisaris memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian tersebut sejalan dengan teori *resource dependence* yang mengungkapkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara ukuran dewan dan kinerja perusahaan (Mardiyati dan Murdayanti, (2016)). Selain itu, *agency and stakeholders theories* menganggap bahwa kinerja perusahaan berbanding lurus dengan ukuran *board*. Dalam hal ini, *agency theory* menyatakan bahwa saat mengontrol, memantau, dan mengevaluasi bisnis perusahaan, *member of the board* melakukannya dalam rangka memenuhi kepentingan pemegang saham. *Stakeholders theory* menyatakan bahwa manajemen mewakili seluruh pemangku kepentingan, sehingga ketika seluruh manajemen menggunakan keahlian, kemampuan, pengetahuan, dan pengalamannya dengan optimal, kinerja perusahaan meningkat (Alqatan, 2019). Manajemen sebagai bagian dari organisasi dinilai memiliki otonomi untuk menentukan strategi dan mencapai tujuan perusahaan. Lebih lanjut, Goodstein, *et al.* (1994) dalam (Mardiyati dan Murdayanti (2016) mengemukakan bahwa ketika ukuran dewan itu besar, kinerja keuangan dapat ditingkatkan karena sumber-sumber daya penting dapat dijamin (*secured*) lebih mudah, seperti kontrak-kontrak keuangan dan bisnis. Kolalewski (2015) dalam penelitiannya menjelaskan bahwa terdapat keterkaitan antara tata kelola perusahaan dan kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan yang memiliki standar tata kelola tinggi, memiliki nilai ROA yang juga tinggi. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki standar tata kelola yang lemah, nilai ROA yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut juga rendah. Penelitian yang dilakukan Ardiansyaha, *et al.* (2020) menyatakan bahwa tata kelola adalah salah satu faktor yang memengaruhi harga saham suatu perusahaan. Lebih lanjut, Ghonio (2017) menyatakan bahwa ROA dan ROE secara simultan berpengaruh positif terhadap harga saham, yang merupakan nilai perusahaan, pada perusahaan manufaktur di negara ASEAN. Kebaruan penelitian ini dilakukan dengan mengaitkan variabel-variabel dan mengintegrasikan akuntansi keuangan

dalam persamaan yang dirumuskan sebagai sistem persamaan *recursive* dan digunakan untuk melakukan analisis dampak implementasi tata kelola perusahaan terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan sektor non-keuangan yang termasuk dalam indeks LQ45.

Konsep tata kelola perusahaan erat kaitannya dengan hubungan antara manajemen (direksi, dewan komisaris, komite pendukung) dengan pemilik perusahaan, sehingga ruang lingkup aspek tata kelola yang digunakan adalah ukuran direksi, komisaris independen, komite audit, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional (Tjondro dan Wilopo, 2011) dan (Noviawan dan Septiani, 2013).

Sampai dengan saat ini konsep tata kelola masih belum diimplementasikan dengan baik oleh sebagian besar pelaku dunia usaha. Hal ini tercermin dalam nilai tata kelola perusahaan Indonesia berdasarkan penilaian ASEAN *Corporate Governance Scorecard* (ACGS) terhadap 100 perusahaan tercatat dengan kapitalisasi pasar terbesar (OJK, 2018). Dari enam negara yang mengikuti penilaian ACGS sejak tahun 2012 sampai dengan tahun 2015, Indonesia selalu menempati urutan kelima. Kemudian baru di tahun 2017 Indonesia bergerak ke urutan keempat, yang mana peningkatan tersebut tidak berpengaruh signifikan terhadap posisi implementasi tata kelola perusahaan di Indonesia dibandingkan dengan negara lainnya. Berdasarkan uraian maka perlu dilakukan penelitian dengan tujuan untuk mendapatkan analisis mengenai faktor-faktor yang memengaruhi profitabilitas dan nilai perusahaan dan dampak faktor eksternal dan internal termasuk implementasi tata kelola perusahaan terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif. Analisis untuk mencapai tujuan adalah model sistem persamaan simultan dan alternatif skenario simulasi kebijakan. Jenis data yang digunakan adalah data panel dari 14 perusahaan selama 5 tahun yang bersumber dari laporan tahunan perusahaan di Bursa Efek Indonesia periode 2014 – 2018 diakses melalui www.idx.co.id, situs web perusahaan, dan informasi resmi lembaga regulator.

Sampel penelitian adalah perusahaan tercatat di Bursa Efek Indonesia. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria: perusahaan sektor non-keuangan di indeks LQ45 dan perusahaan yang tetap berada pada periode tahun 2014 – 2018 berjumlah 14 perusahaan. Daftar sampel perusahaan disajikan dalam Tabel 1.

Tabel 1. Daftar sampel perusahaan sektor non-keuangan indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018

Sektor	Perusahaan (Ticker)
Industri Dasar dan Kimia	SMGR
Industri Barang Konsumen	GGRM
	INDF
	KLBF
Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi Pertambangan	PGAS
	ADRO
	PTBA
	ADHI
Properti, Real Estate, dan Konstruksi Bangunan	PTPP
	WIKA
	WSKT
	BSDE
	AKRA
Perdagangan, Jasa, dan Investasi	UNTR

Model implementasi tata kelola perusahaan dibangun sebagai model ekonometrika dalam bentuk sistem persamaan *recursive dynamic*. Model terdiri dari 13 persamaan (7 persamaan struktural dan 6 persamaan identitas). Persamaan struktural (*structural equation*) yang juga disebut persamaan perilaku (*behavioural equation*). Pada 6 persamaan struktural masing-masing terdapat variabel endogen beda kala t-1 (*lag endogenous variable*) yang menunjukkan persamaan dan model dinamik (*dynamic*). Persamaan identitas (*identity equation/definitional equation*) merupakan persamaan akuntansi.

Tahapan spesifikasi model terdiri dari: (1) penentuan variabel endogen (*endogenous variable*) dan variabel penjelas (*explanatory variable*) dapat terdiri dari variabel endogen dan eksogen yang digunakan dalam persamaan, (2) harapan secara teoritis mengenai tanda (*sign or slope*) dan besaran (*size or magnitude*) parameter estimasi dari setiap variabel penjelas dalam persamaan, dan (3) menentukan bentuk matematik setiap persamaan struktural (Koutsoyiannis 1977).

Spesifikasi Model Implementasi Tata Kelola Perusahaan dalam bentuk sistem persamaan simultan, sebagai berikut:

1. Total Aset Perusahaan, adalah persamaan identitas/akuntansi dan persamaannya:

$$TAP_{it} = ALP_{it} + ATLP_{it}$$

2. Total Liabilitas Perusahaan, adalah persamaan identitas/akuntansi dan persamaannya:

$$TLP_{it} = LLP_{it} + LTLP_{it}$$

3. Total Ekuitas Perusahaan, adalah persamaan identitas/akuntansi dan persamaannya:

$$TEP_{it} = MDS_{it} + TMD_{it} + SLB_{it}$$

4. Beban Operasional Perusahaan, adalah persamaan identitas/akuntansi dan persamaannya:

$$BOP_{it} = BUA_{it} + BPP_{it}$$

5. *Revenue*, adalah persamaan struktural. Merujuk pada penelitian Harahap (2019), di mana *revenue* dibentuk melalui variabel sebagai berikut:

$$REV_{it} = a_0 + a_1 TAP_{it} + a_2 INF_{it-1} + a_3 PDB_{it-1} + a_4 REV_{it-1} + U_{it}$$

Tanda parameter yang diharapkan (Hipotesis): $a_1, a_3 > 0$; $a_2 < 0$; $0 < a_4 < 1$.

6. Laba Kotor Perusahaan, adalah persamaan identitas/akuntansi dan persamaannya:

$$LKP_{it} = REV_{it} - HPP_{it}$$

7. *Earning Before Interest and Tax*, adalah persamaan struktural. Merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Halian (2020), EBIT dibentuk melalui variabel sebagai berikut:

$$EBIT_{it} = b_0 + b_1 LKP_{it} + b_2 BOP_{it} + U_{2it}$$

Tanda parameter yang diharapkan (Hipotesis): $b_1 > 0$; $b_2 < 0$.

8. Suku Bunga Riil Pinjaman Perusahaan adalah persamaan identitas/akuntansi dan persamaannya:

$$IRT_t = IRTN_t - INF_t$$

9. Beban Bunga Perusahaan, adalah persamaan struktural. Merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Halian (2020), EBIT dibentuk melalui variabel sebagai berikut:

$$BBP_{it} = c_0 + c_1 TLP_{it} + c_2 IRT_{it} + c_3 BBP_{it-1} + U_{3it}$$

Tanda parameter yang diharapkan (Hipotesis): $c_1, c_2 > 0$; $0 < c_3 < 1$.

10. Laba Bersih Perusahaan, adalah persamaan struktural. Merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Halian (2020), LBP dibentuk melalui variabel sebagai berikut:

$$LBP_{it} = d_0 + d_1 EBIT_{it} + d_2 BBP_{it} + d_3 BPJ_{it} + d_4 LBP_{it-1} + U_{4it}$$

Tanda parameter yang diharapkan (Hipotesis): $d_1 > 0$; $d_2, d_3 < 0$; $0 < d_4 < 1$.

11. *Return on Asset*, adalah persamaan struktural. Merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Wijayanti dan Mutmainah (2012), Todorovic (2013), Noviawan dan Septiani (2013), Bhatt PR dan Bhatt RR (2017), Pizzanan *et al.* (2017), Attia *et al.* (2018), Tshipa *et al.* (2018), dan Halian (2020), ROA dibentuk melalui variabel sebagai berikut:

$$ROA_{it} = e_0 + e_1(JDDit/JDD_{it-1}) + e_2PJKI_{it} + e_3KMN_{it} + e_4(KIN_{it}/KIN_{it-1}) + e_5JKA_{it} + e_6LBP_{it} + e_7TAP_{it} + e_8ROA_{it-1} + U_{5it}$$

Tanda parameter yang diharapkan (Hipotesis): $e_1; e_2; e_3; e_4; e_5; e_6; > 0$; $e_7 < 0$; $0 < e_8 < 1$.

12. *Return on Equity*, adalah persamaan struktural. Merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Novrianti dan Armas (2012), Todorovic (2013), Bhatt PR dan Bhatt RR (2017), Attia *et al.* (2018), Tshipa *et al.* (2018), dan Halian (2020), ROE dibentuk melalui variabel sebagai berikut:

$$ROE_{it} = f_0 + f_1(JDDit/JDD_{it-1}) + f_2PJKI_{it} + f_3KMN_{it} + f_4(KIN_{it}/KIN_{it-1}) + f_5JKA_{it} + f_6LBP_{it} + f_7TEP_{it} + f_8ROE_{it-1} + U_{6it}$$

Tanda parameter yang diharapkan (Hipotesis): $f_1; f_2; f_3; f_4; f_5; f_6 > 0$; $f_7 < 0$; $0 < f_8 < 1$.

13. Nilai Perusahaan, adalah persamaan struktural. Merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Tsai (2005), TOBS dibentuk melalui variabel sebagai berikut:

$$TOBS_{it} = g_0 + g_1ROA_{it} + g_2ROE_{it} + g_3MCP_{it} + g_4TOBS_{it-1} + U_{7it}$$

Tanda parameter yang diharapkan (Hipotesis): $g_1; g_2; g_3 > 0$; $0 < g_4 < 1$.

Daftar variabel dalam Model Implementasi Tata Kelola Perusahaan disajikan pada Tabel 2, yang diklasifikasikan ke dalam faktor internal dan faktor eksternal. Faktor internal merupakan faktor yang berasal dari dalam perusahaan yang dapat memengaruhi secara langsung terhadap perusahaan. Sedangkan faktor eksternal adalah faktor yang berasal dari luar perusahaan dan secara tidak langsung memengaruhi perusahaan, di mana memiliki nilai yang sama setiap tahunnya untuk seluruh perusahaan. Dapat dikatakan juga bahwa faktor eksternal merupakan faktor yang tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan yang biasanya berpengaruh pada skala industri (Athanasoglou *et al.* 2008 dan Allen *et al.* 2011 dalam Siregar *et al.* (2021)).

Tabel 2. Daftar variabel

Notasi	Keterangan	Faktor
Variabel Endogen		
TAP _{it}	Total Aset Perusahaan	Internal
TLP _{it}	Total Kewajiban Perusahaan	Internal
TEP _{it}	Total Ekuitas Perusahaan	Internal
BOP _{it}	Beban Operasional Perusahaan	Internal
LKP _{it}	Laba Kotor	Internal
REV _{it}	Revenue	Internal
EBIT _{it}	Earning Before Interest and Tax	Internal
BBP _{it}	Beban Bunga Perusahaan	Internal
LBP _{it}	Laba Bersih Perusahaan	Internal
ROA _{it}	Return on Asset	Internal
ROE _{it}	Return on Equity	Internal
TOBS _{it}	Nilai Perusahaan	Internal
IRT _{it}	Suku Bunga Riil Pinjaman Perusahaan	Eksternal
Variabel Eksogen		
INF _{it}	Tingkat Inflasi	Eksternal
PDB _{it}	Produk Domestik Bruto	Eksternal
HPP _{it}	Harga Pokok Penjualan	Internal
ALP _{it}	Aset Lancar Perusahaan	Internal
ATLP _{it}	Aset Tidak Lancar Perusahaan	Internal
LLP _{it}	Liabilitas Lancar Perusahaan	Internal
LTLPP _{it}	Liabilitas Tidak Lancar Perusahaan	Internal
JDD _{it}	Jumlah Anggota Direksi	Internal
PJKI _{it}	Presentasi Jumlah Komisaris Independen	Internal
KMN _{it}	Kepemilikan Manajerial	Internal
KIN _{it}	Kepemilikan Institusional	Internal
JKA _{it}	Jumlah Anggota Komite Audit	Internal
MCP _{it}	Market Capitalization	Internal
BUA _{it}	Beban Umum Administrasi	Internal
BPP _{it}	Beban Penjualan Perusahaan	Internal
IRTN _{it}	Suku Bunga Nominal Pinjaman Perusahaan	Eksternal
BPJ _{it}	Beban Pajak	Internal
MDS _{it}	Modal Disetor Perusahaan	Internal
TMD _{it}	Tambahan Modal Disetor	Internal
SLB _{it}	Saldo Laba	Internal

Skenario Simulasi

Skenario simulasi dilakukan untuk menganalisis dampak faktor eksternal, internal dan tata kelola perusahaan. Penentuan angka perubahan pada simulasi faktor eksternal, internal dan tata kelola perusahaan didasari oleh nilai historis selama 5 tahun, wacana, atau rencana yang sedang berkembang, yang sumbernya didasarkan atas artikel, bahan publikasi, dan/atau pemberitaan melalui media. Simulasi faktor eksternal

dilakukan dalam rangka melihat bagaimana dampak perubahan terhadap perusahaan. Kecenderungan nilai PDBselamatahun2014-2018terusmengalamikenaikan, namun demikian mempertimbangkan bahwa simulasi dilakukan dalam rangka memitigasi adanya ancaman dalam perekonomian, maka disimulasikan PDB turun sebesar 2,5% berdasarkan proyeksi penurunan PDB tahun 2020. Sementara itu, kecenderungan tingkat inflasi mengalami penurunan selama 2014-2018 di mana hanya pada tahun 2016 terjadi kenaikan tingkat inflasi, sehingga disimulasikan tingkat inflasi naik sebesar 50 basis poin. Untuk meresponnya, perusahaan melakukan kebijakan perubahan faktor internal, yang nilainya didasarkan atas pertimbangan nilai historis kenaikan dan kewajaran. Angka yang digunakan tidak pasti sama dengan rata-rata historical data yang telah dimiliki. Terdapat adjustment 1-2% dari nilai rata-rata historis sebagai respon terhadap adanya perubahan faktor eksternal.

Alternatif skenario simulasi yang dilakukan sebagai berikut:

1. S1: Produk Domestik Bruto (PDB) turun sebesar 2,5%.
2. S2: Tingkat inflasi naik sebesar 50 basis poin.
3. S3: Peningkatan tata kelola perusahaan (kepemilikan manajerial naik sebesar 10%, kepemilikan institusional naik sebesar 10%, jumlah direksi naik sebesar 15%, presentasi jumlah komisaris independen (JKI) naik sebesar 15%, dan jumlah anggota komite audit naik sebesar 30%). (Perhitungan presentase peningkatan jumlah anggota direksi, komite audit, dan komisaris independen sama dengan peningkatan 1 orang untuk masing-masing variabel).
4. S4: Produk domestik bruto turun sebesar 2,5%, peningkatan tata kelola perusahaan, dan harga pokok penjualan perusahaan turun sebesar 2%.
5. S5: Produk domestik bruto turun sebesar 2,5%, peningkatan tata kelola perusahaan, penurunan beban operasional perusahaan (beban umum administrasi turun sebesar 3% dan beban penjualan perusahaan turun sebesar 5%), dan peningkatan total aset perusahaan (aset lancar perusahaan naik sebesar 1% dan aset tidak lancar perusahaan naik sebesar 2%).
6. S6: Tingkat inflasi naik sebesar 50 basis poin, peningkatan tata kelola perusahaan, dan harga pokok penjualan perusahaan turun sebesar 2%.
7. S7: Tingkat inflasi naik sebesar 50 basis poin, peningkatan tata kelola perusahaan, penurunan beban operasional perusahaan (beban umum

administrasi turun sebesar 3% dan beban penjualan perusahaan turun sebesar 5%), dan peningkatan total aset perusahaan (aset lancar perusahaan naik sebesar 1% dan aset tidak lancar perusahaan naik sebesar 2%).

Berdasarkan uraian latar belakang dan masalah yang telah dijelaskan, maka kerangka pemikiran penelitian disajikan pada Gambar 3. Terdapat 2 tujuan yang akan dianalisis melalui penelitian ini, yaitu menganalisis faktor-faktor yang memengaruhi profitabilitas dan nilai perusahaan dan menganalisis dampak faktor eksternal, internal dan tata kelola terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan yang termasuk ke dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia.

HASIL

Model perlu diidentifikasi terlebih dahulu sebelum diestimasi dan identifikasi persamaan struktural menggunakan *order condition* (Koutsoyiannis 1977). Hasil identifikasi model adalah *over identified* dan model diestimasi menggunakan metode *Two Stage Least Squares* (2SLS). Sebelum dilakukan simulasi, model divalidasi dengan menggunakan kriteria *Theil's Inequality Coefficient* (*U-Theil*).

Hasil Estimasi Model

Model Implementasi Tata Kelola Perusahaan terdiri dari 13 persamaan, yaitu 7 persamaan struktural dan 6 persamaan identitas. Estimasi model hanya dilakukan terhadap parameter persamaan struktural. Seluruh hasil estimasi parameter variabel penjelas pada persamaan struktural memiliki tanda sesuai dengan harapan (hipotesis).

Berdasarkan kriteria ekonomi, seluruh hasil estimasi parameter variabel penjelas yang dimasukkan ke dalam masing-masing persamaan struktural memiliki tanda sesuai dengan harapan (hipotesis). Kriteria statistik yang digunakan untuk mengevaluasi hasil estimasi adalah koefisien determinasi (R^2). Seluruh persamaan memiliki nilai koefisien determinasi (R^2) di atas 0,61. Persamaan struktural yang memiliki koefisien deteinasi (R^2) terbesar terdapat pada persamaan laba bersih perusahaan (LBP) dengan nilai sebesar 0,98 dan nilai terkecil terdapat pada persamaan nilai perusahaan (TOBS) dengan nilai sebesar 0,62, berdasarkan uji F semua nyata pada taraf $\alpha < 1\%$. Kriteria ekonometrika

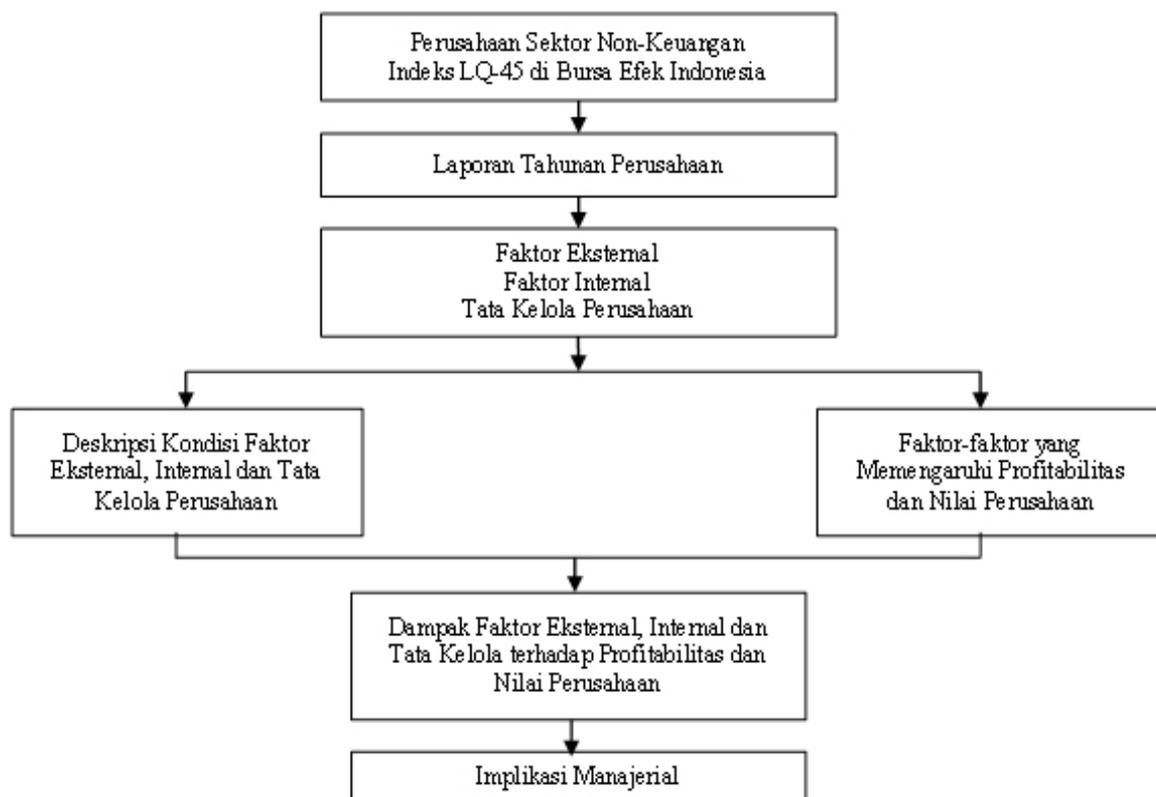
menggunakan indikator multikolinearitas dengan mengestimasi nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) pada setiap persamaan. Hasil estimasi nilai VIF pada semua persamaan struktural lebih kecil dari 10, sehingga tidak terdapat masalah multikolinearitas.

Faktor-faktor yang memengaruhi profitabilitas dan nilai perusahaan (uji-t pada taraf nyata $\alpha \leq 15\%$) adalah *revenue* perusahaan (REV) dipengaruhi secara signifikan oleh total aset perusahaan (TAP), produk domestik bruto (PDBT), dan REV lag t_{-1} . *Earning before interest and tax* (EBIT) dipengaruhi secara signifikan oleh laba kotor perusahaan (LKT), dan beban operasional perusahaan (BOP). Beban bunga perusahaan (BBP) dipengaruhi secara signifikan oleh total liabilitas perusahaan (TLP) dan BBP lag t_{-1} . Laba bersih perusahaan (LBP) dipengaruhi secara signifikan oleh *earning before interest and tax* (EBIT), beban bunga perusahaan (BBP), beban pajak perusahaan (BPJ), dan LBP lag t_{-1} . *Return on Asset* (ROA) dipengaruhi secara signifikan oleh rasio jumlah anggota direksi (RJDD), presentasi jumlah komisaris independen (PJKI), jumlah komite audit (JKA), laba bersih perusahaan (LBP), total aset perusahaan (TAP), dan ROA lag t_{-1} . *Return on Equity* (ROE) dipengaruhi secara signifikan oleh rasio

jumlah anggota direksi (RJDD), presentasi jumlah komisaris independen (PJKI), jumlah komite audit (JKA), kepemilikan manajerial (KMN), laba bersih perusahaan (LBP), total ekuitas perusahaan (TEP), dan ROE lag t_{-1} . Nilai Perusahaan (TOBS) dipengaruhi oleh *return on asset* (ROA), *return on equity* (ROE), *market capitalization* (MCP), dan TOBS lag t_{-1} .

Hasil Alternatif Skenario Simulasi

Hasil validasi model cukup baik, maka model dapat digunakan untuk simulasi perubahan faktor eksternal dan kebijakan perusahaan. Hasil simulasi dampak faktor eksternal dan faktor internal termasuk implementasi tata kelola perusahaan terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan disajikan pada Tabel 3. Berdasarkan Tabel 3 dapat dijelaskan bahwa pada kondisi produk domestik bruto (PDB) turun sebesar 2,5%, berdampak terhadap penurunan *revenue* perusahaan, laba kotor perusahaan, *earning before interest and tax*, laba bersih perusahaan, *return on asset*, *return on equity*, dan nilai perusahaan. Penurunan PDB berdampak negatif paling besar terhadap *return on asset* dibandingkan dengan *return on equity* dan nilai perusahaan (Skenario 1).



Gambar 3. Kerangka pemikiran penelitian

Tabel 3. Dampak faktor eksternal dan faktor internal termasuk implementasi tata kelola perusahaan terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan

Variabel	Satuan	Nilai Dasar (Rp Jt)	Dampak Skenario Simulasi (%)						
			S1	S2	S3	S4	S5	S6	S7
TAP	Juta Rp	41.434.000,49	0,00	0,00	0,00	0,00	1,52	0,00	1,52
TLP	Juta Rp	20.820.451,71	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
TEP	Juta Rp	17.604.748,40	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BOP	Juta Rp	2.773.738,17	0,00	0,00	0,00	0,00	-4,04	0,00	-4,04
REV	Juta Rp	26.978.672,99	-0,84	-0,03	0,00	-0,84	0,78	-0,03	1,59
LKP	Juta Rp	7.221.346,38	-3,15	-0,10	0,00	2,33	2,90	5,37	5,95
EBIT	Juta Rp	4.419.646,23	-5,00	-0,16	0,00	3,69	6,94	8,53	11,77
IRT	%	7,94	0,00	-0,06	0,00	0,00	0,00	-0,06	-0,06
BBP	Juta Rp	609.000,92	0,00	-1,22	0,00	0,00	0,00	-1,22	-1,22
LBP	Juta Rp	3.011.591,15	-6,93	-0,04	0,00	5,11	9,62	12,00	16,51
ROA	Rasio	8,41	-6,14	-0,03	33,77	38,20	40,71	44,31	46,82
ROE	Rasio	18,37	-5,79	-0,03	17,53	21,78	25,56	27,54	31,32
TOBS	Rasio	2,10	-6,02	-0,03	32,47	36,67	39,36	42,65	45,34

Pada kondisi tingkat inflasi naik sebesar 50 basis poin, berdampak terhadap penurunan *revenue* perusahaan, laba kotor perusahaan, *earning before interest and tax*, suku bunga riil pinjaman perusahaan, beban bunga perusahaan, laba bersih perusahaan, *return on asset*, *return on equity*, dan nilai perusahaan. Kenaikan tingkat inflasi berdampak negatif sama besarnya terhadap *return on asset*, *return on equity*, dan nilai perusahaan (Skenario 2). Rendahnya nilai simulasi menunjukkan bahwa perubahan kenaikan tingkat inflasi sebesar **50 basis poin** tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan, di mana pasar dapat menerima perubahan kenaikan tingkat inflasi tersebut. Meskipun demikian, simulasi terhadap perubahan tingkat inflasi ini tetap dilakukan mempertimbangkan bahwa tingkat inflasi merupakan salah satu instrumen makroekonomi penting yang memengaruhi kestabilan perekonomian.

Pada saat terjadi perubahan kebijakan perusahaan yaitu implementasi tata kelola perusahaan yang terdiri dari kepemilikan manajerial naik sebesar 10%, kepemilikan kepemilikan institusional naik sebesar 10%, jumlah direksi naik sebesar 15%, presentasi JKI naik sebesar 15%, dan jumlah anggota komite audit naik sebesar 30%, berdampak terhadap kenaikan *return on asset*, *return on equity*, dan nilai perusahaan. Peningkatan tata kelola perusahaan berdampak positif paling besar terhadap *return on asset* dibandingkan dengan *return on equity* dan nilai perusahaan (Skenario 3).

Pada kondisi penurunan produk domestik bruto sebesar 2,5%, peningkatan tata kelola perusahaan, dan penurunan harga pokok penjualan sebesar 2%, berdampak terhadap penurunan *revenue* perusahaan. Namun demikian, terjadi kenaikan laba kotor perusahaan, *earning before interest and tax*, laba bersih perusahaan, *return on asset*, *return on equity*, dan nilai perusahaan. Penurunan produk domestik bruto di mana perusahaan mengatasinya melalui kebijakan peningkatan tata kelola perusahaan, dan efisiensi penurunan harga pokok penjualan berdampak positif paling besar terhadap *return on asset* dibandingkan dengan *return on equity* dan nilai perusahaan (Skenario 4).

Pada kondisi penurunan produk domestik bruto sebesar 2,5%, peningkatan tata kelola perusahaan, penurunan beban operasional perusahaan, dan peningkatan total aset perusahaan, berdampak terhadap penurunan beban operasional perusahaan, peningkatan *revenue* perusahaan, laba kotor perusahaan, *earning before interest and tax*, laba bersih perusahaan, *return on asset*, *return on equity*, dan nilai perusahaan. Penurunan produk domestik bruto di mana perusahaan mengatasinya melalui kebijakan peningkatan tata kelola perusahaan, efisiensi penurunan beban operasional perusahaan, dan peningkatan total aset perusahaan, berdampak positif paling besar terhadap *return on asset* dibandingkan dengan *return on equity* dan nilai perusahaan. (Skenario 5).

Pada kondisi tingkat inflasi meningkat sebesar 50 basis poin, peningkatan tata kelola perusahaan, dan penurunan harga pokok penjualan sebesar 2%, berdampak terhadap penurunan *revenue* perusahaan, suku bunga riil perusahaan, dan beban bunga perusahaan. Namun demikian, terjadi kenaikan laba kotor perusahaan, *earning before interest and tax*, laba bersih perusahaan, *return on asset*, *return on equity*, dan nilai perusahaan. Kenaikan tingkat inflasi di mana perusahaan mengatasinya melalui kebijakan peningkatan tata kelola perusahaan, dan efisiensi penurunan harga pokok penjualan berdampak positif paling besar terhadap *return on asset* dibandingkan dengan *return on equity* dan nilai perusahaan (Skenario 6).

Pada kondisi tingkat inflasi meningkat sebesar 50 basis poin, peningkatan tata kelola perusahaan, penurunan beban operasional perusahaan, dan peningkatan total aset perusahaan, berdampak terhadap suku bunga riil pinjaman perusahaan dan beban bunga perusahaan. Namun demikian, kenaikan tersebut tidak lebih besar dibandingkan dengan penurunan beban operasional perusahaan, peningkatan total aset perusahaan, *revenue* perusahaan, laba kotor perusahaan, *earning before interest and tax*, laba bersih perusahaan, *return on asset*, *return on equity*, dan nilai perusahaan. Kenaikan tingkat inflasi di mana perusahaan mengatasinya melalui kebijakan peningkatan tata kelola perusahaan, efisiensi penurunan beban operasional perusahaan, dan peningkatan total aset perusahaan, berdampak positif paling besar terhadap *return on asset* dibandingkan dengan *return on equity* dan nilai perusahaan. (Skenario 7).

Rekapitulasi Simulasi

Pada kondisi perubahan faktor eksternal yaitu penurunan produk domestik bruto atau peningkatan tingkat inflasi berdampak terhadap penurunan *return on asset*, *return on equity*, dan nilai perusahaan. Dampak negatif paling besar terjadi pada saat produk domestik bruto mengalami penurunan dibandingkan dengan peningkatan tingkat inflasi. Pada kondisi peningkatan tata kelola perusahaan yang terdiri dari kepemilikan manajerial sebesar 10%, kepemilikan institusional 10%, jumlah direksi sebesar 15%, presentasi jumlah komisaris independen sebesar 15%, dan jumlah anggota komite audit sebesar 30%, berdampak positif terhadap peningkatan *return on asset*, *return on equity*, dan nilai perusahaan.

Pada kondisi penurunan produk domestik bruto sebesar 2,5% yang diatasi perusahaan dengan meningkatkan tata kelola perusahaan, dan melakukan efisiensi dengan menurunkan harga pokok penjualan sebesar 2%, berdampak positif lebih besar terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan dibandingkan yang diatasi perusahaan dengan meningkatkan tata kelola perusahaan dan menurunkan harga pokok penjualan sebesar 2%. Pada kondisi kenaikan tingkat inflasi yang diatasi perusahaan dengan meningkatkan tata kelola perusahaan, dan melakukan efisiensi dengan menurunkan harga pokok penjualan sebesar 2%, berdampak positif lebih besar terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan dibandingkan yang diatasi perusahaan dengan meningkatkan tata kelola perusahaan dan menurunkan harga pokok penjualan sebesar 2%. Berdasarkan pada kondisi perubahan faktor eksternal, dampak terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan paling besar terjadi jika perusahaan mengatasinya dengan meningkatkan tata kelola perusahaan, melakukan efisiensi melalui penurunan beban operasional perusahaan, dan meningkatkan total aset perusahaan. Peningkatan tata kelola perusahaan perlu dilakukan karena sesuai dengan simulasi skenario 3, terjadi peningkatan ROA sebesar 33,77%, ROE sebesar 17,53%, dan TOBS sebesar 32,47%. Peningkatan tata kelola *ceteris paribus* dengan variabel lainnya, karena peningkatan jumlah direksi sebesar 15% (1 orang), jumlah anggota komite audit sebesar 30% (1 orang), dan presentasi jumlah komisaris independen sebesar 30% (1 orang), diasumsikan tidak memberikan kenaikan signifikan terhadap beban operasional.

Implikasi Manajerial

Dalam rangka meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan sektor non-keuangan yang termasuk indeks LQ45 pada kondisi (1) produk domestik bruto menurun atau (2) tingkat inflasi meningkat, perusahaan disarankan untuk meningkatkan implementasi tata kelola perusahaan, menurunkan beban operasional dan meningkatkan total aset perusahaan dengan meningkatkan jumlah anggota direksi, proporsi komisaris independen, jumlah anggota komite audit, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional, dengan menurunkan beban umum administrasi dan beban penjualan perusahaan, (baik aset lancar dan aset tidak lancar perusahaan). Bagi investor, pada perubahan faktor eksternal menunjukkan kondisi (1) produk domestik bruto menurun atau (2) tingkat inflasi meningkat, yang berdampak terhadap penurunan

kinerja keuangan perusahaan, maka investor disarankan menerapkan prinsip prudensial dalam menentukan keputusan investasi. Selain itu, investor juga disarankan untuk dapat meningkatkan *awareness* terhadap perusahaan yang mengimplementasikan tata kelola perusahaan. Selanjutnya, bagi pemerintah selaku regulator yang memiliki kewenangan untuk mengatur dan mengawasi perusahaan tercatat di Indonesia seharusnya dapat bertindak secara tegas dalam meningkatkan penerapan tata kelola perusahaan yang baik. Adapun contoh yang dapat dilakukan adalah misalnya melalui pelaksanaan sosialisasi berkala terkait urgensi tata kelola perusahaan, mendorong pendidikan dan pelatihan bagi direksi dan dewan komisaris dengan tema khusus mengenai tata kelola perusahaan, memberikan insentif/*sweetener* bagi perusahaan yang telah menerapkan tata kelola perusahaan yang baik, dan menyusun atau menyempurnakan kebijakan terkait tata kelola perusahaan yang baik.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Faktor-faktor yang memengaruhi profitabilitas dan nilai perusahaan dilihat berdasarkan alur struktur sistem persamaan adalah *revenue* perusahaan dipengaruhi oleh total aset perusahaan (TAP), produk domestik bruto (PDBT), dan REV tahun lalu. *Earning before interest and tax* (EBIT) dipengaruhi oleh laba kotor perusahaan (LKT) dan beban operasional perusahaan (BOP). Beban bunga perusahaan (BBP) dipengaruhi oleh total liabilitas perusahaan (TLP) dan BBP tahun lalu. Laba bersih perusahaan (LBP) dipengaruhi oleh *earning before interest and tax* (EBIT), beban bunga perusahaan (BBP), beban pajak perusahaan (BPJ), dan LBP tahun lalu. Profitabilitas perusahaan yaitu *Return on Asset* (ROA) dipengaruhi oleh presentasi jumlah komisaris independen (PJKI), jumlah komite audit (JKA), laba bersih perusahaan (LBP), total aset perusahaan (TAP), dan ROA tahun lalu. Profitabilitas perusahaan yaitu *Return on Equity* (ROE) dipengaruhi oleh rasio jumlah anggota direksi (RJDD), presentasi jumlah komisaris independen (PJKI), jumlah komite audit (JKA), kepemilikan manajerial (KMN), laba bersih perusahaan (LBP), dan total ekuitas perusahaan (TEP) dan Nilai Perusahaan (TOBS) dipengaruhi oleh *return on asset* (ROA) dan TOBS tahun lalu.

Analisis simulasi kebijakan dapat dilihat bahwa pada kondisi penurunan produk domestik bruto dibandingkan dengan peningkatan tingkat inflasi memiliki dampak lebih besar terhadap penurunan profitabilitas dan nilai perusahaan. Penurunan produk domestik bruto yang diatasi perusahaan dengan kebijakan meningkatkan tata kelola (meningkatkan jumlah anggota direksi, presentasi jumlah komisaris independen, jumlah anggota komite audit, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional) akan lebih efektif meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan dengan melakukan efisiensi menurunkan beban operasional dan meningkatkan total aset dibandingkan melakukan efisiensi penurunan harga pokok penjualan. Sedangkan pada kondisi peningkatan tingkat inflasi yang diatasi perusahaan dengan kebijakan meningkatkan tata kelola (meningkatkan jumlah anggota direksi, presentasi jumlah komisaris independen, jumlah anggota komite audit, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional) akan lebih efektif meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan dengan melakukan efisiensi menurunkan beban operasional dan meningkatkan total aset dibandingkan melakukan efisiensi penurunan harga pokok penjualan.

Saran

Perusahaan dapat melakukan peninjauan ulang terhadap implementasi tata kelola di perusahaannya masing-masing. Jika tingkat implementasi perusahaan rendah, sebaiknya perusahaan meningkatkan implementasi tata kelola perusahaan dengan tetap mengacu kepada peraturan perundang-undangan dalam rangka menjaga dan meningkatkan kinerja keuangannya. Selain itu, bagi penelitian selanjutnya dapat melakukan analisis *cost and benefit* terhadap implementasi tata kelola perusahaan, misalnya dengan mengkaitkan pemilihan variabel tata kelola yang berupa jumlah individu dengan beban perusahaan. Selain itu dapat memasukkan variabel tata kelola perusahaan yang lain seperti komite nominasi dan remunerasi, remunerasi, sekretaris perusahaan, audit internal, serta durasi penelitian yang lebih panjang sehingga didapatkan hasil analisis penelitian yang lebih komprehensif.

DAFTAR PUSTAKA

Adam M, Taufik, Wahyudi T, Raneo AP, Muizzudin. 2018. Do traditional accounting and economic value added mediate the relationship between

- corporate governance and firm value of Indonesian state-owned enterprises? *International Journal of Economics and Financial Issues* 8(3): 118-126.
- Alqatan A, Chbib I, Khaled H. 2019. How does board structure impact on firm performance in the UK? *Corporate Board: Role, Duties and Composition* 5(2): 18-27.
- Ardiansyaha F, Hermanto S, Dedi BH, Mulya S. 2020. Determinants affecting profitability and stock returns for smaller banks listed on the Indonesia stock exchange. *Jurnal Aplikasi Manajemen dan Bisnis* 6(3): 679-690.
- Attia MBR, Lassoued N, Chouikha M. 2018. State ownership and firm profitability in emerging markets - a simultaneous equations analysis. *International Journal of Public Sector Management* 31(2): 167-183.
- [BEI] PT. Bursa Efek Indonesia. 2019. *Laporan tahunan 2018*. Jakarta: PT. Bursa Efek Indonesia.
- Bhatt, P. R., Bhatt, R. R. 2017. Corporate governance and firm performance in Malaysia. *The International Journal of Business in Society*. 17(5): 896-912.
- CEICData. 2019. Hubungan antara kapitalisasi pasar terhadap PDB Indonesia tahun 2010-2017. <https://www.ceicdata.com/id/indicator/indonesia/market-capitalization--nominal-gdp>. [2019 Maret 15].
- Claessens S, Burcin YB. 2012. Corporate governance in emerging markets: a survey. *Emerging Markets Review*. 15(3): 1-33.
- Daniri, MA. 2014. *Lead by GCG*. Jakarta: Gagasan Bisnis.
- Fahmi I. 2014. *Manajemen Keuangan Perusahaan dan Pasar Modal*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Ghonio MG, Sukirno S. 2017. Pengaruh return on asset (ROA) dan return on equity (ROE) terhadap harga saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di ASEAN periode 2013-2015. *Jurnal Profita*. 4: 1-13.
- Halian W, Sinaga BM, Novianti T. 2020. Factors affecting profitability of construction company sub-sector. *Indonesian Journal of Business and Entrepreneurship* 6(2): 118-126.
- Harahap M, Sinaga BM, Manurung AH, Maulana TNA. 2018. Dampak kebijakan dan makroekonomi terhadap efektivitas penerimaan pajak di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Manajemen* 8(2): 400-419.
- [IICG] Indonesian Institute for Corporate Governance. 2010. *Laporan corporate governance perception index 2009 – corporate governance sebagai budaya*. Jakarta: Indonesian Institute for Corporate Governance.
- Mardiyati U, Murdayanti Y. 2016. Pengaruh ukuran dewan, kepemilikan saham oleh direktur, dan jender terhadap kinerja keuangan perbankan. *Jurnal Manajemen* 20(3): 402-415.
- Noviawan RA, Septiani A. 2013. Pengaruh mekanisme corporate governance dan struktur kepemilikan terhadap kinerja keuangan. *Diponegoro Journal of Accounting* 2(3): 2337-3806.
- Novrianti V, Armas R. 2012. Pengaruh corporate social responsibility dan good corporate governance terhadap kinerja perusahaan (studi pada perusahaan manufaktur di BEI tahun 2009-2011). *Jurnal Akuntansi* 1(1):1-11.
- [OECD] Organization for Economic Co-operation and Development. 2010. *Annual Report 2009*. Paris: Organization for Economic Co-operation and Development.
- [OJK] Otoritas Jasa Keuangan. 2014. *Roadmap tata kelola perusahaan Indonesia*. Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan.
- [OJK] Otoritas Jasa Keuangan. 2018. *Materi presentasi sosialisasi ACGS 2018*. Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan.
- Koutsoyiannis A. 1977. *Theory of Econometrics: An Introductory Exposition of Econometric Methods. Second Edition*. London: The MacMillan Press Ltd.
- Pizzanan LS, Paramita PD, Suprijanto A. 2017. The effect of ownership structure on stock price with financial performance as intervening variable (studi kasus pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2016). *Jurnal Universitas Pandanaran* 3(3):1 – 20.
- Prasetyanto, PK. 2016. Pengaruh produk domestik bruto dan inflasi terhadap indeks harga saham gabungan di Bursa Efek Indonesia tahun 2002-2009. *Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis Airlangga* 1(1): 60 – 84.
- Siregar AAP, Achsan NA, Sasongko H. 2021. Pengaruh tax amnesty terhadap profitabilitas perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia. *Jurnal Aplikasi Manajemen dan Bisnis* 7(1): 86-97.
- Syafitri T, Nuzula NF, Nurlaily F. 2018. Pengaruh good corporate governance terhadap nilai perusahaan (Studi pada perusahaan industri sub sektor logam dan sejenisnya yang terdaftar di BEI periode 2012-2016). *Jurnal Administrasi Bisnis* 56(1):

118-126.

- Tjondro D, Wilopo R. 2011. Pengaruh good corporate governance (GCG) terhadap profitabilitas dan kinerja saham perusahaan perbankan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Business and Banking* 1(1): 1 – 14.
- Todorovic I. 2013. Impact of corporate governance on performance of companies. *Montenegrin Journal of Economics* 9(2): 47-53.
- Tsai M. 2005. The impact of institutional ownership on firm performance in the hospitality industry. [disertasi]. Las Vegas: University of Nevada.
- Tshipa J, Brümmer L, Wolmarans H, du Toit E. 2018. Corporate governance and financial performance in the midst of exogenous shocks: a study of companies listed on the Johannesburg Stock Exchange. *Journal of the Southern African Institute for Management Scientists* 27(1): 20-38.
- Turel A, Belverd ENJr, Evren DS. 2012. Corporate governance in Turkey: issues and practices of high-performance companies. *Journal of Accounting and Management Information Systems* 11(4): 510-531.
- Wijayanti S, Mutmainah S. 2012. Pengaruh penerapan corporate governance terhadap kinerja keuangan pada perusahaan perbankan yang terdaftar di bursa efek indonesia (BEI) Tahun 2009-2011. *Diponegoro Journal of Accounting* 1(1): 135-149.
- Zarkasyi W. 2008. *Good Corporate Governance Pada Badan Usaha Manufaktur, Perbankan, dan Jasa Keuangan Lainnya*. Bandung: Alfabeta.