

Pengaruh Mediasi Efisiensi Investasi pada Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Keuangan BUMN di Indonesia Periode Sebelum Pandemi

¹ ZALFA KHAYLIZ LEVIRATNA ARIF*; VEGA WAFARETTA

¹Universitas Negeri Malang, Indonesia

*Email: zalfakhayliz@gmail.com, vega.wafaretta.fe@um.ac.id

ABSTRACT

Implementation of Corporate Governance (CG) is closely related to efficient investment decisions to drive financial performance, but several State-Owned Enterprises (SOEs) in Indonesia are indicated to have inefficient investments. This study aims to examine the impact of CG on financial performance, and the role of investment efficiency as a mediation between CG and financial performance. The sample comprises 10 SOEs listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2013-2019 period since the publication of the SOE regulations regarding CG assessment indicators in 2012. The analysis method uses panel data regression analysis. The results of the study found that the CG index reduced financial performance and the level of investment efficiency. These results do not confirm the resource-based theory because a high CG score results in inefficient investment (over/under investment) and lowers financial performance. In addition, investment efficiency is not able to mediate the effect of CG on financial performance due to the different industrial sectors in the sample having different investment needs. The implication of this research is the need to expand investment space for companies as well as monitor to implement various management policies by the Ministry of SOEs.

Keywords: *Corporate Governance, Investment Efficiency, Financial Performance, Resource-based Theory, State-Owned Enterprises*

1. INTRODUCTION

Tujuan dari seluruh perusahaan dalam melakukan aktivitas bisnis adalah mendapatkan laba dengan memanfaatkan aset yang dimiliki begitupun juga dengan BUMN di Indonesia. BUMN merupakan salah satu pendorong perekonomian dan penerimaan negara Indonesia. Berdasarkan data Kementerian Keuangan, BUMN berkontribusi terhadap APBN sebesar Rp362 triliun (KEMENKEU, 2021). Akan tetapi, tidak semua BUMN mampu meningkatkan laba setiap tahun seperti PT Dirgantara yang mengalami kerugian karena beban administrasi dan umum terlalu tinggi yang tidak sebanding dengan target penjualan (CNBC, 2019). Laba yang

didapatkan perusahaan akan berpengaruh juga pada profitabilitas perusahaan yang mana digunakan sebagai salah satu penilaian indikator kinerja keuangan (Gazzola & Amelio, 2014).

Salah satu faktor yang mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan adalah implementasi *Corporate Governance* (CG) yang bertujuan untuk mengendalikan seluruh internal perusahaan agar terarah dan terorganisasi secara efektif dan efisien (Guluma, 2021; Keasey & Wright, 1993). Implementasi CG tersebut juga berhubungan dengan pemanfaatan sumber dana hingga kebijakan investasi yang diharapkan tepat dan tidak berisiko. Permasalahan CG ini juga dialami BUMN di Indonesia seperti PT Jiwasraya dan PT Asabri yang mengalami kerugian dan mengalami peningkatan utang pada tahun 2020 dari tahun sebelumnya akibat praktik malpraktik investasinya. Permasalahan lain juga dialami dan PT Telkom yang mengambil investasi berisiko pada PT GOTO (Emiten News, 2022).

Adanya permasalahan CG dalam pengambilan keputusan tersebut akan berpengaruh pada manajemen keuangan perusahaan hingga penurunan profitabilitas perusahaan (Andreou et al. 2014) karena kemungkinan mendapatkan rugi dan penurunan aset perusahaan. Padahal BUMN merupakan perusahaan dibawah kendali pemerintah yang dinilai memiliki nilai tambah dalam memperoleh citra perusahaan (Ltifi & Hichri, 2022). Oleh sebab itu, perusahaan terdaftar BUMN perlu mempelajari penerapan CG dengan kualitas terbaik sebab kinerja BUMN yang meningkat akan mendorong peningkatan keuntungan (Wati & Putra, 2017).

Implementasi CG dinilai dapat menjadi tolak ukur dari indikator perusahaan dalam menentukan kualitasnya. Bagi perusahaan yang memiliki CG baik maka akan memiliki keunggulan lebih dibandingkan perusahaan yang memiliki kualitas CG buruk (Bauer et al., 2008). Penerapan CG akan diawasi oleh dewan direksi, dewan komisaris, dan komite audit agar segala kebijakan di perusahaan sesuai peraturan yang berlaku dan memastikan pengambilan keputusan secara tepat (Jensen, 1986) sehingga mampu mendorong peningkatan kinerja keuangan (Rinova, 2021).

Berdasarkan studi dari Ferial & Handayani (2016), CG berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan dimana nilai profitabilitas yang tinggi akan memberikan prospek positif bagi para investor. Semakin tinggi tingkat implementasi CG, maka akan mempengaruhi keputusan pengelolaan bisnis yang mendorong peningkatan profitabilitas (Nofiani & Nurmayanti, 2010; Susanti & Sudantoko, 2012). Dengan demikian, pengaruh CG terhadap profitabilitas atau kinerja keuangan bukan merupakan pengaruh langsung, tetapi melalui keputusan bisnis yang dihasilkan oleh CG. Salah satu keputusan CG adalah efisiensi investasi yang dapat berdampak ke profitabilitas.

Kuantitas dari investasi yang dilakukan perusahaan dapat berbeda-beda tergantung dari kebutuhan dan juga pertumbuhan masing-masing perusahaan (Kuhn et al., 2020). CG juga berperan dalam pengambilan keputusan mengenai alokasi sumber daya perusahaan agar mampu menghasilkan keuntungan (Wernerfelt, 1984). CG dapat mengendalikan dan mengawasi berbagai proyek investasi agar tepat sasaran sesuai sumber daya perusahaan (Titman et al., 2006). Namun, hal yang perlu dipertimbangkan kembali yaitu apakah keputusan investasi tersebut telah mencapai hasil yang optimal (efisien) sehingga dapat meningkatkan

kinerja keuangan (Olatunji & Adejare, 2014). Sebagaimana dijelaskan dalam teori *resource based*, perusahaan yang memanfaatkan sumber daya (aset) yang dimiliki akan dapat menghasilkan keuntungan pada jangka waktu yang panjang (Wernerfelt, 1984).

Penelitian ini akan mengusung kebaruan, yaitu menggunakan indeks *Corporate Governance* (CG) untuk mengukur penerapan CG dan menambahkan efisiensi investasi sebagai variabel mediasi. Variabel tersebut ditambahkan karena CG berhubungan signifikan terhadap keputusan investasi (Luxi et al., 2013) dimana efisiensi investasi yang didukung dengan praktik CG yang berkualitas dapat menghindarkan perusahaan dari risiko investasi yang berlebihan (Jin & Yu, 2017).

Penelitian ini bertujuan untuk menguji peran efisiensi investasi dalam hubungan antara implementasi CG dan kinerja keuangan di BUMN. Hal ini untuk membuktikan bahwa kegiatan investasi yang efisien dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan BUMN. Penelitian ini mengobservasi periode sebelum pandemi yaitu tahun 2013-2019 sejak diterbitkannya SK-BUMN 2012. Tahun 2020-2021 tidak menjadi pengamatan karena adanya peristiwa pandemi COVID-19. Alasan memilih BUMN sebagai sampel karena BUMN sering kurang efisien dalam melakukan investasi. Sementara itu, pemilihan perusahaan BUMN yang terlisting Bursa Efek Indonesia dilakukan karena ketersediaan data historis harga saham untuk perhitungan variabel efisiensi investasi. Selain itu, pemerintah yang ikut serta dalam mengendalikan investasi perusahaan justru dapat mengakibatkan hilangnya kesempatan meraih efisiensi investasi (Opie et al., 2019).

Kontribusi penelitian diharapkan dapat menambahkan temuan empiris dari penelitian terdahulu terkait pembuktian teori *resource based* yang merupakan salah satu dasar pengujian hipotesis CG dengan efisiensi investasi dan kinerja keuangan yang menyatakan bahwa ketika perusahaan mampu mengalokasikan sumber daya dengan baik seperti mengupayakan kegiatan investasi yang dilakukan dapat efisien maka dapat berdampak pada peningkatan profitabilitas perusahaan. Selain itu, penelitian ini diharapkan mampu menjadi referensi bahan pertimbangan dan evaluasi kinerja perusahaan agar dapat meningkatkan strategi dalam penerapan *good corporate governance* serta mengawasi seluruh kegiatan investasi yang dilakukan agar mampu memberikan keuntungan bagi para pemegang saham.

2. KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Resources-based Theory

Menurut teori *Resource Based*, *resources* (sumber daya) adalah segala sesuatu yang harus dipertimbangkan pemanfaatannya karena mampu menjadi kekuatan atau kelemahan dari suatu perusahaan. Sumber daya dapat menjadi kekuatan jika perusahaan mampu memanfaatkan sumber daya yang dimiliki demi menciptakan keunggulan perusahaan yang dapat diwujudkan dalam bentuk profit (keuntungan). Namun, sumber daya juga dapat menjadi kelemahan bagi perusahaan jika tidak mampu dimanfaatkan dengan baik dan menghasilkan pengembalian yang tidak sesuai dengan biaya yang dikeluarkan (Desarbo et al., 2007; Wernerfelt,

1984). Ukuran perusahaan juga akan mempengaruhi sensitivitas penggunaan sumber daya dimana perusahaan skala besar cenderung memiliki sensitivitas tinggi dan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan lain pada industri serupa.(Lockett & Thompson, 2001).

Sumber daya perusahaan dapat berupa aset tetap dan aset tak tetap. Kuantitas sumber daya yang dimiliki perusahaan dapat mempengaruhi keputusan manajemen ketika akan mengeluarkan biaya operasional untuk mendapatkan *income*. Suatu perusahaan perlu mengidentifikasi dan mengkombinasikan sumber daya mana yang menguntungkan jika digunakan dan apakah perusahaan akan mampu membiayai pengeluaran pada periode mendatang jika telah memanfaatkan *resources* tersebut. Penggunaan sumber daya yang unggul ini berpotensi mendorong pencapaian efisiensi dengan biaya yang lebih rendah serta profitabilitas yang lebih tinggi (Dasuki, 2021; Robins & Wiersema, 1995). Dalam pemanfaatan sumber daya tersebut, dewan direksi dan komisaris berhak mengawasi keputusan manajemen agar tepat dalam mengambil keputusan sehingga mampu meningkatkan kinerja keuangan (Hermawan, 2013; James & Joseph, 2015; Richard, 2000). Oleh sebab itu, perusahaan perlu mengidentifikasi sumber daya yang berpotensi akan memberikan keuntungan tinggi jika dikelola dengan baik.

Corporate Governance

Corporate Governance merupakan proses, kebijakan dan peraturan yang mempengaruhi perkembangan suatu perusahaan melalui implementasi dan kontrolnya dalam aktivitas suatu entitas (Khan, 2011). Tujuan penerapan CG yaitu untuk mengendalikan seluruh aktivitas di perusahaan agar terarah sesuai tujuan dan meningkatkan pelayanan pada *shareholder* dengan cara memanfaatkan sumber daya yang dimiliki. Saat ini, mayoritas perusahaan telah memiliki pedoman CG masing-masing untuk meningkatkan kepercayaan investor dan wujud pertanggung jawaban dari kinerja yang dilakukan. Begitupun juga pada perusahaan BUMN yang wajib melaksanakan praktik tersebut disertai penilaian setiap tahun dengan berpedoman Peraturan Menteri Negara BUMN Nomor 01/MBU/2011.

Penilaian akan penerapan CG pada BUMN ditunjukkan dengan skor indeks yang berasal dari penilaian aspek seperti diantaranya: Rapat umum pemegang saham (RUPS), Dewan Direksi, Dewan Komisaris, Komite Audit & Internal Auditor. dan Pengungkapan Informasi & Transparansi. CG juga meliputi aktivitas pengawasan dan monitoring dari dewan direksi dan komisaris yang diharapkan mampu meningkatkan profitabilitas perusahaan (Dewi & Abundanti, 2019). Maka dari itu, dewan direksi dan komisaris sebagai komponen CG perlu mengetahui dan berhati-hati dalam pengambilan keputusan manajemen agar dapat memanfaatkan sumber daya yang tersedia secara tepat sasaran dan memberikan hasil yang menguntungkan (James & Joseph, 2015).

Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan merupakan capaian perusahaan dalam mengelola dan mengatur alokasi sumber daya keuangan pada periode tertentu (IAI, 2016) dalam (Fatihudin & Mochklas, 2018). Kinerja keuangan merupakan salah satu dasar untuk mengevaluasi laporan keuangan dari periode tertentu ke periode berikutnya.

Kinerja keuangan ini juga dapat menggambarkan efisiensi dan efektivitas suatu perusahaan (Malik & Nadeem, 2014). Penilaian kinerja keuangan ini dapat digunakan oleh pihak manajemen sebagai langkah untuk menentukan kebijakan pendanaan dan kebijakan investasi. Salah satu rasio yang sering digunakan sebagai acuan kebijakan pendanaan dan investasi yaitu rasio profitabilitas. Definisi rasio profitabilitas yaitu gambaran perusahaan dalam memanfaatkan aset yang dimiliki agar mencapai keuntungan (Brigham & Houston, 2014). Perhitungan rasio profitabilitas ini digunakan untuk mengetahui kondisi keuangan perusahaan melalui besaran laba/rugi. Pengukuran rasio profitabilitas dapat diukur dengan pendekatan laporan keuangan melalui rasio ROA dan ROE.

Efisiensi Investasi

Efisiensi investasi adalah seberapa baik perusahaan menginvestasikan asetnya. Semakin tinggi efisiensi investasi mencerminkan semakin efektif penggunaan aset (Chen et al., 2017). Dalam pengambilan keputusan investasi, perusahaan dapat mengalami investasi yang tidak efisien dimana muncul kondisi investasi yang berlebihan (*overinvestment*) atau investasi di bawah kebutuhan (*underinvestment*). Kondisi *overinvestment* merupakan kondisi dimana perusahaan telah melakukan investasi berlebih yang tidak disertai dengan peningkatan kinerja. Sementara itu, *underinvestment* merupakan kondisi dimana perusahaan melewatkan kesempatan untuk berinvestasi (Sari & Suaryana, 2014). Dengan demikian, investasi dikatakan semakin efisien jika besarnya investasi adalah di titik optimal yang dapat menghasilkan output yang sebanding dengan besarnya investasi (Chen et al., 2017). Beberapa studi terdahulu telah mengembangkan pengukuran efisiensi investasi, antara lain mengaitkan dengan besarnya kepemilikan aset (Chen et al., 2017), nilai pasar aset, atau pertumbuhan aset (Gao & Yu, 2018).

Penelitian Terdahulu

Bhatt & Bhatt (2017) telah melakukan studi mengenai pengaruh mekanisme CG terhadap kinerja perusahaan di Malaysia menggunakan indeks *Malaysian Code Corporate Governance* (MCGI) dan menemukan hasil bahwa CG berhubungan positif terhadap kinerja keuangan jika diimplementasikan dengan baik dalam proses bisnisnya. Hal ini sejalan dengan penelitian Shao (2018) yang menemukan bahwa dewan pengawas dan kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan sehingga disimpulkan bahwa semakin baik penerapan CG maka semakin tinggi profitabilitas perusahaan (Tumewu & Alexander, 2014). Namun, hal ini berbeda dengan Prasinta (2012) yang menemukan bahwa indeks "CGPI" berpengaruh negatif terhadap profitabilitas yang diukur melalui ROE sebab efektivitas CG hanya mampu meningkatkan kegiatan operasional.

Selain berkaitan dengan kinerja keuangan, CG yang berkualitas juga berperan dalam meningkatkan efisiensi investasi. Berdasarkan studi dari Agyei-Mensah (2021) dan Ullah et al. (2020) ditemukan hasil bahwa keragaman dewan direksi baik dari usia, gender, dan tingkat pendidikan dapat membatasi tindakan investasi yang tidak efisien. Namun, hal ini berbeda dengan Jannah & Rahmawati (2020) yang menemukan bahwa efektivitas komite audit justru berpengaruh positif pada *overinvestment*. Chen et al. (2021) juga menemukan bahwa manajemen cenderung

melakukan *overinvestment* karena didorong konflik agensi dimana manajemen berusaha menghasilkan kinerja yang baik melalui investasi yang tinggi. Begitu pula dengan Chen et al. (2017) yang menemukan bahwa kepemilikan berdampak negatif ke efisiensi investasi. Namun demikian, komponen CG berperan penting dalam pengambilan keputusan investasi untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan (Brigham & Houston, 2014:128).

Efisiensi investasi selanjutnya dapat berdampak pada output organisasi. Efisiensi investasi mencerminkan sejauh mana sumber daya yang diinvestasikan menghasilkan imbal balik bagi perusahaan, sehingga semakin efisien investasi yang dilakukan, kinerja organisasi semakin tinggi (Chen et al., 2017). Sebagaimana hasil penelitian terdahulu menunjukkan bahwa keputusan investasi yang berlebihan (*overinvestment*) berpengaruh negatif terhadap profitabilitas perusahaan (Trong & Nguyen, 2020).

Pengaruh *Corporate Governance* (CG) terhadap Kinerja Keuangan

Komitmen atas implementasi CG dikembangkan dengan harapan agar perusahaan mampu menyusun strategi yang tepat untuk mencapai kinerja keuangan yang sehat dan pengelolaan bisnis yang bertanggung jawab. Oleh sebab itu diperlukan kompetensi tinggi bagi berbagai pihak yang bersangkutan agar dapat memenuhi GCG sesuai dengan peraturan (Aini, 2019). Praktik CG yang berkualitas dapat meningkatkan performa perusahaan (Puspitasari & Ernawati, 2010; Randy, 2013) dimana hal ini juga dapat diketahui melalui laporan keuangan teraudit yang merupakan wujud transparansi CG. Semakin tinggi tingkat transparansi dan akuntabilitas laporan keuangan maka akan membantu perusahaan mendapatkan profitabilitas yang lebih tinggi (Damayanti & Widiatmoko, 2023). Perusahaan yang memiliki kualitas audit tinggi akan terhindar dari risiko salah saji laporan keuangan (Davidson & Neu, 2010). Laporan keuangan yang berkualitas dapat membantu manajemen dalam menganalisis kondisi keuangan serta keputusan strategi ke depan dengan tepat sasaran.

Komitmen GCG juga berkaitan erat dengan peran dewan direksi dan komisaris dalam mengambil keputusan. Oleh sebab itu, diperlukan diskusi (*meeting*) secara rutin ketika akan memutuskan suatu kebijakan. Adanya *meeting* antara dewan tersebut dapat mempermudah pembahasan rencana, strategi perusahaan, dan isu yang dihadapi perusahaan dengan saling bertukar pikiran untuk membuat keputusan dalam upaya meningkatkan kinerja keuangan (Veronika et al., 2022). Dengan demikian seluruh aspek CG ini diharapkan dapat mendorong peningkatan kinerja keuangan. Oleh karena itu, hipotesis yang dibangun adalah:
H₁: *Corporate Governance* berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan.

Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Kinerja Keuangan dengan Efisiensi Investasi sebagai Mediasi

Implementasi CG akan mempengaruhi keberlangsungan perusahaan agar dapat berkembang dan bertahan dalam menghadapi berbagai kompetisi industri. Studi terdahulu telah menemukan peran CG terhadap kinerja keuangan. Namun, terdapat inkonsistensi hasil penelitian terdahulu, seperti CG berhubungan positif terhadap kinerja keuangan (Bhatt & Bhatt, 2017; Shao, 2018; Tumewu &

Alexander, 2014), sedangkan Prasinta (2012) menemukan CG berpengaruh negatif terhadap profitabilitas. Namun, secara teoritis, CG yang memadai dapat mengarahkan organisasi dan memberikan pengawasan yang lebih efektif, yang dapat mendorong kinerja yang lebih tinggi (Guluma, 2021).

Dikaitkan dengan efisiensi investasi, CG yang terdiri dari partisipasi dewan komisaris dan direksi ditemukan mempengaruhi praktik investasi yang efisien (Bzeouich et al., 2019; Simanungkalit, 2017). Beberapa penelitian terdahulu menemukan hasil yang berbeda dimana CG yang baik ditemukan dapat menekan investasi yang tidak efisien (Agyei-Mensah, 2021; Ullah et al., 2020), tetapi temuan lain menunjukkan CG mendorong investasi yang tidak efisien (Chen et al., 2017) bahkan *overinvestment* (Jannah & Rahmawati, 2020; Chen et al. (2021) yang dapat dikarenakan CG yang kurang berfungsi dengan baik. Jika CG berkualitas, investasi seharusnya akan lebih efisien. Sebagai contoh, dewan komisaris dan direksi berfungsi mengarahkan dan mengawasi manajemen agar membuat keputusan investasi yang seefisien mungkin untuk mencapai return yang diharapkan dengan sumber daya yang dimiliki. Investasi yang efisien penting karena investasi yang berlebihan dapat memicu keinginan mencari keuntungan pribadi, sedangkan investasi yang terlalu rendah mencerminkan kondisi kehilangan kesempatan untuk mendapatkan proyek yang menguntungkan perusahaan (Bzeouich et al., 2019). Prediksi pengaruh positif ini sesuai dengan studi Bzeouich et al. (2019) dan (Salin et al., 2018) yang menemukan beberapa proksi CG seperti ukuran dan independensi dari direksi, serta kepemilikan manajerial berhubungan positif dengan efisiensi investasi. Bagian CG lainnya seperti partisipasi dewan dan direksi dalam rapat yang juga membahas keberhasilan investasi selama periode tertentu (Eluyela et al., 2018).

Keberhasilan investasi selanjutnya akan memberikan pengaruh positif terhadap profitabilitas (Putrawan & Purnamawati, 2015; Chen et al., 2017). Keputusan investasi yang dilakukan oleh perusahaan harus tepat karena kegagalan investasi dapat meningkatkan risiko terjadinya *financial distress*. Adanya *overinvestment* juga berpengaruh negatif terhadap profitabilitas pada perusahaan, khususnya dalam jangka panjang (Kotšina & Hazak, 2022; Trong & Nguyen, 2020). Oleh karena itu, pihak manajemen perlu mempertimbangkan penggunaan dana untuk investasi karena keberhasilan investasi akan memberikan pengaruh positif terhadap profitabilitas (Putrawan & Purnamawati, 2015).

Dengan demikian, penelitian terdahulu menunjukkan adanya pengaruh CG terhadap kinerja keuangan, CG terhadap efisiensi investasi, dan bagaimana efisiensi investasi berdampak terhadap kinerja keuangan. Pengaruh CG ke kinerja keuangan tergantung pada pengambilan keputusan yang tepat (Guluma, 2021), salah satunya keputusan efisiensi investasi. Pengambilan keputusan investasi penting dalam mencapai tujuan dan kinerja perusahaan (Eluyela et al., 2018). Sebagai contoh, perusahaan akan mengandalkan komite audit untuk menelaah laporan keuangan sebagai bahan pertimbangan untuk melakukan investasi yang tepat (Jannah & Rahmawati, 2020). Dalam jangka panjang, keputusan investasi yang tidak tepat dapat menghambat perusahaan dalam mencapai profitabilitas (Kotšina & Hazak, 2022). Oleh karena itu, pihak manajemen perlu mempertimbangkan penggunaan

dana untuk investasi karena keberhasilan investasi akan memberikan pengaruh positif terhadap profitabilitas (Putrawan & Purnamawati, 2015). Dengan demikian, aspek CG diprediksi mendukung pengambilan keputusan investasi yang efisien yang akan berdampak pada peningkatan profitabilitas perusahaan.

H₂: Efisiensi investasi memediasi pengaruh *Corporate Governance* terhadap kinerja keuangan.

3. METODE RISET

Jenis, Sumber dan Teknik Pengumpulan Data Penelitian

Data penelitian akan bersumber dari data sekunder yakni data yang sudah tersedia sebelumnya. Jenis data yang dikumpulkan berupa data kuantitatif yang diambil dengan cara dokumentasi yaitu dengan menelusuri serta mengunduh laporan tahunan perusahaan BUMN yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2011-2019 yang terpublikasi pada *website* masing-masing perusahaan. Sementara itu, data informasi harga saham untuk perhitungan *Return* pada variabel efisiensi investasi akan didapatkan melalui *Yahoofinance*. Data Indeks CG yang telah diukur berdasarkan SK-BUMN yang dikeluarkan oleh Kementerian BUMN akan diperoleh dari informasi laporan CG pada *annual report* perusahaan.

Populasi dan Pengambilan Sampel

Dalam penelitian ini telah ditentukan bahwa populasi merupakan seluruh perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI periode 2013-2019, sedangkan sampel dalam penelitian ini adalah 10 perusahaan BUMN terdaftar BEI periode 2013-2019. Sementara itu, jenis sektor industri yang diteliti adalah Manufaktur, Infrastruktur, Konstruksi, Kesehatan, dan Energi, Minyak, dan Gas. Sampel akan dipilih berdasarkan metode *non-probability sampling*, yaitu *purposive sampling* dimana pemilihan objek penelitian akan berdasarkan kriteria tertentu yang dapat dilihat pada tabel 1.

Tabel 1. Kriteria Objek Penelitian

No.	Kriteria	Jumlah
1.	Seluruh perusahaan BUMN terdaftar yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2019	20
2.	Perusahaan BUMN non industri keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2019	16
3.	Laporan keuangan tahunan yang memiliki informasi mengenai variabel tidak lengkap periode tahun 2011-2019*	(3)
4.	Perusahaan dengan informasi data historis saham tidak lengkap periode tahun 2012-2019**	(3)
	Jumlah Perusahaan	10
	Jumlah Sampel (10 x 7 tahun)	70

*membutuhkan 2 periode tahun sebelumnya untuk perhitungan residual efisiensi investasi

**membutuhkan 1 periode tahun sebelumnya untuk perhitungan total investasi
Sumber: (idx.co.id, bumn.go.id/pertofolio/bumn)

3.3. Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran Variabel

Variabel independen di studi ini adalah *Corporate Governance* yang diukur menggunakan Indeks Corporate Governance (ICG) yang didasarkan oleh parameter BUMN menurut SK-16/S.MBU/2012. Variabel dependen penelitian ini merupakan kinerja keuangan yang akan diukur dengan *Return on Assets (ROA)* (Brigham & Houston, 2014). Formula penghitungan ROA dapat dilihat sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total Aset}}$$

Pada penelitian ini, efisiensi investasi akan menjadi variabel mediasi antara CG dan kinerja keuangan. Berikut merupakan formula pengukuran efisiensi investasi yang dikembangkan oleh Chen et al. (2017):

$$INV_{it \text{ aktual}} = (FA_{t-1} + CIP_{t-1} + IA_{t-1} + LI_{t-1}) / TA_t \quad (1)$$

$$INV_{it \text{ ekspektasi}} = a_0 + a_1Q_{t-1} + a_2CASH_{t-1} + a_3LEV_{t-1} + a_4RET_{t-1} + a_5AGE_{t-1} + a_6SIZE_{t-1} + a_7INV_{t-1} + \varepsilon \quad (2)$$

INV_{it} merupakan penjumlahan aset tetap atau *fixed asset (FA)*, aset dalam penyelesaian atau *construction in progress (CIP)*, investasi jangka panjang atau *long-term investment (LI)* dibagi dengan nilai buku aset (TA). Pada persamaan 2, Q didefinisikan sebagai kesempatan pertumbuhan yang dihitung melalui penjumlahan antara nilai pasar ekuitas dan nilai buku liabilitas dibagi dengan nilai buku aset. $CASH$ didefinisikan sebagai arus kas operasi dibagi nilai buku aset. LEV didefinisikan sebagai rasio utang, RET merupakan *annual market return* ($\frac{Adj \text{ Close Pricet} - Adj \text{ Close Pricet} - 1}{Adj \text{ Close Pricet} - 1}$). AGE merupakan selisih antara tahun t dengan tahun IPO perusahaan, dan $SIZE$ adalah ukuran perusahaan yang diukur dengan logaritma total aset. Perhitungan efisiensi investasi dilakukan dengan menggunakan selisih (residual) dari Y aktual dan Y estimasi dengan cara meregresikan nilai aktual total investasi (persamaan 1) dan memasukkan ke model persamaan 2. Setelah itu, nilai residual tersebut diabsolutkan untuk mempermudah interpretasi hasil adanya efisiensi investasi. Nilai selisih yang positif (negatif) berarti terjadi *over(under) investment*. Variabel kontrol yang akan digunakan dalam penelitian ini diantaranya *leverage, growth, cash, dan age* dengan rumus perhitungan sebagai berikut:

$$Leverage = \frac{\text{Total liabilitas}}{\text{Total aset}}$$

$$Growth = \frac{\text{Penjualan } t - \text{Penjualan } t-1}{\text{Penjualan } t-1}$$

$$Cash = \frac{Kas\ dan\ setara\ kas}{Total\ aset}$$

Age = log (Tahun perusahaan memulai bisnis)

Teknik Analisis Data

Metode analisis statistik yang akan digunakan adalah analisis regresi linier data panel. Proses analisis data akan diawali dengan pemilihan model data panel yaitu Uji Chow untuk menentukan apakah termasuk *common* atau *fixed model*; Uji Hausman untuk menentukan apakah termasuk *random* atau *fixed model*; Uji Lagrange Multiplier untuk menentukan apakah termasuk *random* atau *common model*. Kemudian, dilakukan uji asumsi klasik untuk mengetahui apakah data yang dimasukkan pada persamaan regresi linear data panel telah memenuhi asumsi normalitas, asumsi heteroskedastisitas, asumsi multikolinearitas, dan asumsi autokorelasi. Selanjutnya akan dilakukan uji hipotesis diantaranya uji koefisien determinasi (*adjusted R²*) untuk mengetahui seberapa jauh variabel independen mampu menjelaskan variasi variabel dependen pada sebuah model regresi (Wijaya & Budiman, 2016:22), Uji Statistik t untuk mengetahui pengaruh signifikansi dari variabel independen terhadap variabel terikat secara parsial, dan Uji F Statistik untuk mengetahui signifikansi dari pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan. Formula model dari persamaan regresi penelitian ini yaitu:

$$EFF_{it} = \beta_0 + \beta_1CG_{it} + \beta_2LEV_{it} + \beta_3GROWTH_{it} + \beta_4CASH_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1CG_{it} + \beta_2GROWTH_{it} + \beta_3CASH_{it} + \beta_4AGE_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1CG_{it} + \beta_2EFF_{it} + \beta_3CASH_{it} + \beta_4AGE_{it} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

Keterangan:

ROA_{it} = Kinerja keuangan (ROA) tahun ke-t

CG_{it} = Corporate Governance tahun ke-t

LEV_{it} = Leverage tahun ke-t

Growth_{it} = Pertumbuhan penjualan tahun ke-t

CASH_{it} = Rasio kas tahun ke-t

Age_{it} = Usia bisnis perusahaan tahun ke-t

4. DATA ANALYSIS AND DISCUSSION

Statistik Deskriptif

Tabel 2. Data Deskriptif

Variabel	Rata-rata	Maksimum	Minimum	n
CG	90,75	98,28	75,67	70
EFF	-0,001	0,290	-0,242	70
LEV	0,532	0,838	0,265	70
GROWTH	0,131	1,106	-0,287	70
CASH	0,140	0,306	0,036	70
AGE	1,754	2,004	1,544	70
ROA	0,046	0,212	-0,120	70

Sumber: (Data diolah, 2023)

Berdasarkan tabel di atas, dapat diketahui bahwa perusahaan BUMN rata-rata memiliki indeks CG yang tergolong “sangat baik”. Nilai indeks CG tertinggi dimiliki oleh PT Aneka Tambang pada tahun 2019 yang juga tergolong kategori “sangat baik”, sementara itu nilai CG terendah dimiliki oleh PT Timah tahun 2013 dengan kategori “baik”. Dapat disimpulkan bahwa meskipun peraturan BUMN terkait parameter CG tahun 2012 tersebut masih baru diterapkan, perusahaan BUMN sudah memiliki tingkat implementasi yang tinggi karena nilai terendahnya telah mencapai kategori “baik”. BUMN berupaya memiliki tingkat implementasi *corporate governance* indeks yang tinggi.

Kemudian untuk tingkat efisiensi investasi (EFF), rata-rata perusahaan BUMN pada tahun 2013 hingga 2019 mengalami *underinvestment* karena memiliki nilai negatif dan tidak ada yang mengalami investasi yang efisien tepat pada titik optimal atau efisien (0). Tingkat investasi tertinggi (*overinvestment*) terjadi pada PT Aneka Tambang pada tahun 2013 dan tingkat investasi terendah (*unverinvestment*) dialami oleh PT Kimia Farma tahun 2016 dimana keduanya merupakan investasi yang tidak efisien. Pada tingkat utang (LEV), rata-rata perusahaan BUMN memiliki tingkat utang yang melebihi 50%, yang jika terus meningkat maka dapat menyebabkan perusahaan berisiko mengalami kesulitan keuangan dan berdampak pada fleksibilitas keuangan.

Berdasarkan tingkat pertumbuhan (GROWTH), dapat diketahui bahwa rata-rata perusahaan BUMN mampu meningkatkan penjualan sebesar 13,1% dari total penjualan. Tingkat pertumbuhan yang negatif menandakan bahwa terjadi penurunan penjualan dibandingkan tahun sebelumnya. Pada tingkat rasio likuiditas (CASH), walaupun rata-rata perusahaan BUMN memiliki rasio kas yang positif, tetapi tingkat likuiditas terbilang kurang cukup untuk memenuhi kewajiban jangka pendek berdasarkan total asetnya karena berada di bawah 1 (Harahap dalam Rachmawati & Pamuji, 2021).

Sementara itu, usia perusahaan BUMN rata-rata 60 tahun dimana PT Indofarma merupakan perusahaan yang berdiri paling lama. Pada tingkat kinerja keuangan (ROA), rata-rata perusahaan BUMN mampu memperoleh laba bersih dari total aset sekitar 4,6% dimana PT Bukitasm tahun 2018 mencapai ROA tertinggi yang berarti bahwa perusahaan makin optimal dalam memanfaatkan aset untuk mendapatkan laba bersih tinggi. Nilai ROA yang negatif mencerminkan bahwa perusahaan mengalami rugi.

Uji Pemilihan Model

Tabel 3. Hasil Uji Pemilihan Model

Effect Test	Model 1		Model 2		Model 3	
	Prob	Keputusan	Prob	Keputusan	Prob	Keputusan
Uji Chow	0,127	FEM	0,000	FEM	0,000	FEM
Uji Hausman	0,275	REM	0,252	REM	0,198	REM
Uji Lagrange Multiplier	0,446	CEM	0,000	REM	0,000	REM

Sumber: (Data diolah, 2023)

Berdasarkan uji pemilihan model, pada persamaan 1 diperoleh model terbaik *common effect model* (CEM), dan *random effect model* (REM) untuk persamaan 2 dan 3. Berdasarkan model tersebut, maka teknik estimasi yang digunakan dalam regresi persamaan 1 yaitu OLS dan persamaan 2 dan 3 akan menggunakan GLS.

Uji Asumsi Klasik

Hasil uji asumsi klasik, yaitu uji heteroskedastisitas, uji normalitas, uji autokorelasi, dan uji multikolinearitas disajikan di Tabel 4, 5, dan 6 sebagai berikut.

Tabel 4. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel Independen	Variabel Dependen		
	EFF Model 1	ROA Model 2	ROA Model 3
CG	0,074	0,521	0,421
LEV	0,447		
GROWTH	0,867	0,656	
CASH	0,022	0,098	0,347
AGE		0,203	0,622
EFF			0,237

Sumber: (Data diolah, 2023)

Tabel 4 menunjukkan hasil uji Heteroskedastisitas dengan Uji Glejser. Seluruh variabel independen memiliki nilai signifikansi lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat heteroskedastisitas.

Tabel 5. Hasil Uji Normalitas dan Autokorelasi

Test Summary	Prob.			DW-Stat		
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 1	Model 2	Model 3
Uji Normalitas						
Prob. Jarque Bera	0,445	0,052	0,913			
Uji Autokorelasi				1,903	1,764	1,952

Sumber: (Data diolah, 2023)

Berdasarkan tabel 5, nilai probabilitas *Jarque Bera* lebih besar dari 0,05 yang menunjukkan bahwa residual terdistribusi normal. Selain itu, uji autokorelasi melalui Uji Durbin-Watson (DW) dilakukan dengan membandingkan antara nilai *durbin-watson* dengan *upper bond* (DU) dan *lower bond* (DL). Pada persamaan model 1, 2, dan 3 tidak ditemukan permasalahan autokorelasi yang ditunjukkan oleh nilai DW sebesar 1,903 pada persamaan model 1; 1,764 pada persamaan model 2; dan 1,952 pada persamaan model 3 yang berada di antara 4-DU (4 – 1,7351) dan DU (1,7351).

Tabel 6. Hasil Uji Multikolinearitas

Correlation Coefficient

Model 1 (EFF)	CG	LEV	GROWTH	CASH
CG	1	0,024	0,181	0,170
LEV	0,024	1	0,100	-0,232
GROWTH	0,181	0,100	1	0,000
CASH	0,170	-0,232	0,000	1
Model 2 (ROA)	CG	GROWTH	CASH	AGE
CG	1	0,182	0,167	-0,296
GROWTH	0,182	1	0,000	-0,180
CASH	0,167	0,000	1	0,232
AGE	-0,296	-0,180	0,232	1
Model 3 (ROA)	CG	EFF	CASH	AGE
CG	1	0,327	0,172	-0,296
EFF	0,327	1	0,048	-0,305
CASH	0,172	0,048	1	0,234
AGE	-0,296	-0,305	0,234	1

Sumber: (Data diolah, 2023)

Berdasarkan uji multikolinearitas, variabel independen antara satu dengan yang lain memiliki nilai koefisien *correlation pearson* kurang dari 0,8. Dengan demikian, tidak ada permasalahan multikolinearitas di persamaan model regresi.

Hasil Analisis Regresi

Tabel 7. Hasil Analisis Regresi

Variabel	EFF (Model 1)			ROA (Model 2)			ROA (Model 3)		
	OLS			GLS			GLS		
Independen	Coeff.	t-stat.	p-value	Coeff.	t-stat.	p-value	Coeff.	t-stat.	p-value
CG	0,153	3,060	0,003	-0,003	-2,694	0,009	-0,008	-2,372	0,020
LEV	-0,046	-3,392	0,001						
GROWTH	0,034	2,095	0,040	-0,009	-0,509	0,612			
CASH	-0,002	-0,300	0,764	0,024	1,925	0,059	0,396	1,572	0,120
AGE				-0,177	-1,224	0,225	-0,178	-1,222	0,226
EFF							-0,529	-1,484	0,142
Adj R ²		0,251			0,139			0,115	
F-Stats.		0,000			0,008			0,017	
n		70			70			70	

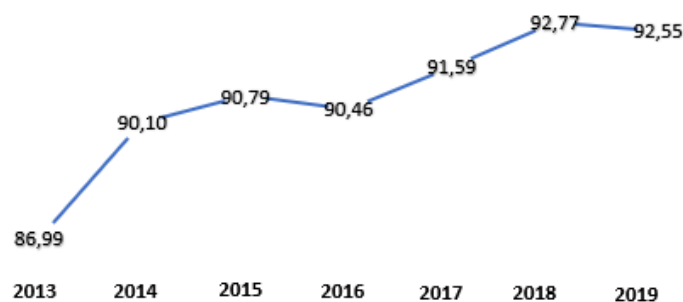
Sumber: (Data diolah, 2023)

Berdasarkan hasil regresi (tabel 7) dapat diketahui bahwa pengaruh CG terhadap efisiensi investasi (EFF) mampu dijelaskan sebesar 25,1%. Sementara itu, nilai *adjusted R square* persamaan model 2 sebesar 13,9% yang artinya pengaruh CG terhadap kinerja keuangan dapat dijelaskan sebesar 13,9%. Kemudian nilai *adjusted R square* persamaan model 3 berarti variabel CG dan efisiensi investasi (EFF) secara bersama-sama mampu menjelaskan variabel kinerja keuangan (ROA) sebesar 11,5%.

Hasil pengujian hipotesis 1 pada persamaan regresi model 2 menunjukkan bahwa CG berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan (ROA). Untuk menguji

peran efisiensi investasi sebagai mediasi antara pengaruh CG terhadap kinerja keuangan (ROA) maka diperlukan pengaruh signifikan antara CG dengan kinerja keuangan (ROA) (model 2) dan efisiensi investasi (EFF) (model 1) serta efisiensi investasi dengan kinerja keuangan (model 3). Hasil dari regresi menunjukkan CG berpengaruh negatif terhadap efisiensi investasi (EFF), tetapi efisiensi investasi (EFF) tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan (ROA), sehingga disimpulkan bahwa syarat mediasi tidak terpenuhi karena efisiensi investasi (EFF) tidak mampu menjadi perantara antara variabel CG dan kinerja keuangan (ROA).

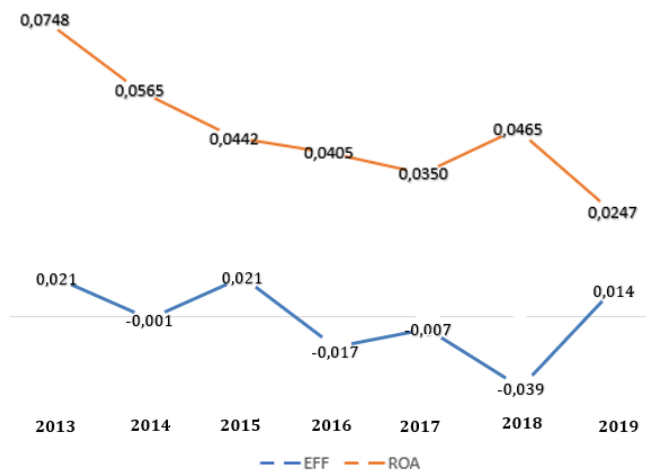
Rata-rata Indeks CG, Efisiensi Investasi, dan Kinerja Keuangan BUMN Tahun 2013-2019



Grafik 1. Rata-rata Indeks CG BUMN Tahun 2013-2019

Sumber: (Data diolah, 2023)

Berdasarkan grafik 1, dapat diketahui bahwa mayoritas perusahaan BUMN mengalami peningkatan indeks CG tiap tahun. Peningkatan ini hampir terjadi konsisten setiap tahun di semua sektor industri. Nilai indeks CG yang tinggi tersebut juga diketahui telah mencapai nilai yang tinggi sejak dikeluarkannya peraturan BUMN tahun 2012 mengenai indikator penilaian CG khusus BUMN.



Grafik 2. Rata-rata Efisiensi Investasi (EFF) dan ROA BUMN Tahun 2013-2019

Sumber: (Data diolah, 2023)

Berdasarkan grafik 2 di atas, diketahui bahwa rata-rata tingkat investasi perusahaan BUMN tahun 2013-2019 mayoritas mengalami ketidakefisien dari

tahun ke tahun. Underinvestment rata-rata terjadi pada tahun 2014, 2016, 2017, dan 2018. Kemudian untuk overinvestment rata-rata terjadi pada tahun 2013, 2015, dan 2019. Sementara itu, ROA mengalami nilai tertinggi pada tahun 2013 dan cenderung menurun setiap tahun. Meskipun nilai rata-rata ROA telah mencapai nilai positif, akan tetapi nilai ROA masih tidak mampu meningkat setiap tahun. Rata-rata kenaikan paling tinggi terjadi pada tahun 2018 dan kembali menurun pada tahun 2019. Kedua grafik tersebut menunjukkan bahwa skor CG yang tinggi tidak mendorong peningkatan ROA dan efisiensi investasi. Walaupun ICG meningkat, rata-rata ROA terus menurun, serta terjadi over atau underinvestment.

Pembahasan

Pengaruh CG terhadap Kinerja Keuangan (ROA)

Penelitian ini tidak sejalan dengan teori *resource based* yang mana dijelaskan bahwa manajemen akan berusaha memanfaatkan sumber daya yang dimiliki dengan efektif agar mampu memaksimalkan kinerja keuangan. Akan tetapi, berdasarkan hasil penelitian ini, ditemukan hasil bahwa CG berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan walaupun nilai ROA setiap tahun cenderung positif. Hasil penelitian ini bertentangan dengan Wahyudin & Solikhah (2017) yang menemukan bahwa implementasi CG cenderung meningkat seiring bergantinya tahun yang berdampak pada peningkatan kinerja keuangan. Ketika implementasi CG baik, maka kinerja operasional dari manajemen juga cenderung baik. Nilai peningkatan kinerja keuangan menunjukkan bahwa manajemen bekerja secara efektif dan efisien dalam meminimalkan risiko dalam memanfaatkan aset yang ada.

Dapat disimpulkan bahwa adanya pengaruh negatif pada penelitian ini disebabkan oleh implementasi CG sesuai peraturan BUMN belum efektif dalam menghasilkan keputusan untuk meningkatkan kinerja keuangan. Perusahaan diasumsikan mengupayakan nilai tinggi pada tingkat kepatuhan sesuai regulasi. Hasil dari penelitian ini juga sejalan dengan Safitri & Handayani (2020) yang menemukan bahwa *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) berpengaruh negatif terhadap ROA. Penurunan kinerja keuangan ini juga dapat dipengaruhi oleh kurang efektifnya peran dewan komisaris dan direksi (Mulianita, Sutarti & Triandi, 2019). Hal ini dapat disebabkan meskipun proporsi direksi telah sesuai peraturan BUMN, justru dapat menyebabkan kurangnya koordinasi dan komunikasi dalam penyusunan strategi. Semakin banyak anggota direksi, maka semakin tinggi pula perbedaan tujuan dan misi masing-masing (Nugroho & Sudarwan, 2018).

Adanya pengaruh negatif antara CG dan kinerja keuangan ini juga dapat disebabkan bahwa adanya pengaruh dari kontrol dari pemerintah (Kementerian BUMN) yang membatasi manajemen untuk menyusun kebijakan (Mashayekhi & Bazaz, 2008). Pemerintah memiliki wewenang untuk mengawasi kinerja direktur dan juga manajemen. Adakalanya muncul perbedaan tujuan dari rencana yang disusun perusahaan dengan pemerintah dimana pemerintah berupaya untuk mengutamakan kepentingan publik sehingga perusahaan sering kehilangan target

untuk mencapai keuntungan semaksimal mungkin. Contohnya pada kebijakan subsidi Pertamina yang berdampak pada APBN, kas keuangan Pertamina hingga kinerja BUMN.

Selain itu, perusahaan juga kemungkinan mengalami kesulitan ketika mengadopsi prinsip dan kebijakan CG yang menguntungkan baik dari sisi pemegang saham, pemerintah, dan juga publik (L. Guo et al., 2013). Penerapan CG sesuai dengan peraturan dan kebijakan pemerintah akan menimbulkan biaya tinggi (Florackis, 2008). Hal ini juga dibuktikan dalam penelitian Sadewa & Yasa (2016) yang menemukan bahwa ketika penerapan GCG semakin baik yang ditunjukkan dengan tingginya nilai CGPI, maka perusahaan akan mengeluarkan biaya semakin tinggi pula. Implementasi CG berbiaya tinggi dan skor tinggi juga dapat berarti bahwa perusahaan hanya berusaha mencapai nilai tinggi untuk pemenuhan regulasi saja tetapi belum mampu memberikan keputusan yang tepat.

Pengaruh CG terhadap Kinerja Keuangan dengan Efisiensi Investasi sebagai Mediasi

Menurut teori *resource based*, CG di suatu perusahaan berfungsi untuk mengarahkan dan mengawasi manajemen agar dapat memanfaatkan sumber daya yang dimiliki demi mendorong profitabilitas. Berdasarkan hasil penelitian ini, ditemukan hasil bahwa CG berpengaruh positif terhadap *over(under) investment* yang menunjukkan bahwa semakin tinggi CG, tingkat *over(under) investment* juga semakin tinggi yang berarti investasi semakin kurang optimal. Hasil ini bertentangan dengan penelitian Al 'Alam & Firmansyah (2019) yang menemukan bahwa indeks CG yang tinggi dapat mendukung adanya keputusan investasi yang efisien. Jika CG efektif dalam melakukan berbagai pengambilan keputusan maka juga akan meningkatkan profitabilitas secara berkelanjutan.

Pengaruh negatif pada hasil penelitian ini, dapat disebabkan karena manajemen kurang berhati-hati dalam menentukan keputusan investasi agar mencapai titik efisien sehingga tidak mampu mendorong peningkatan kinerja keuangan dan memediasi hubungan antara CG dan kinerja keuangan. Karakteristik BUMN yaitu diawasi oleh negara dan melayani kepentingan umum dan publik. Sebagai perusahaan milik negara, kepemilikan saham paling tinggi pada BUMN berada di bawah kendali pemerintah (Kementerian BUMN). Ketika pemerintah ikut andil bagian dalam membuat keputusan, pihak internal perusahaan juga mengalami kesulitan dalam menyamakan opini antara manajemen dan pemerintah. Hal ini disebabkan karena manajemen merasa bahwa pemerintah merupakan pihak yang sulit dikendalikan karena memiliki berbagai kepentingan yang berbeda dengan lembaga yang berbeda pula (Aharoni et al., 1981; Chen et al., 2015)

Indeks CG BUMN pada penelitian ini memiliki kategori baik seiring berjalannya waktu, namun kenyataannya indeks CG justru mendorong investasi menjadi tidak optimal karena cenderung mengalami *underinvestment* dengan rata-rata sebesar -0,001 dari tahun 2013-2019 walaupun indeks CG telah meningkat. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Hariyanto et al. (2020) yang menemukan bahwa ketika CG tinggi justru berpengaruh negatif terhadap efisiensi

investasi dimana hal ini dapat terjadi salah satunya karena CG belum efektif dalam mengambil keputusan sesuai sasaran (Bhuiyan & Hooks, 2019; Hariyanto et al., 2020). Selain itu, sensitivitas perusahaan BUMN dalam memanfaatkan dana untuk memanfaatkan peluang investasi juga cenderung lebih lemah dibandingkan dengan perusahaan non-BUMN (Hao & Lu, 2017). Hal ini diasumsikan bahwa manajemen tidak berani mengambil risiko investasi melalui aset yang dimiliki.

Akan tetapi, efisiensi investasi ini ditemukan tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Hal ini disebabkan karena perusahaan seringkali tidak mencapai titik optimal dalam investasi sehingga memunculkan investasi yang di bawah atau pun di atas kebutuhan perusahaan. Selain itu, perbedaan industri juga mempengaruhi kegiatan operasional bisnis dan hasil dari investasi yang dilakukan. Hal ini ditunjukkan dengan industri tertentu mampu memberikan pengembalian dalam waktu yang berbeda. Misalnya industri manufaktur yang dalam waktu lebih cepat dapat nampak pengembaliannya karena kegiatan produksi yang lebih cepat. Hal ini berbeda dengan industri konstruksi yang memerlukan kegiatan operasional lebih lama untuk memperoleh pengembalian dari hasil produksinya tetapi dianggap lebih tinggi dalam memberikan keuntungan (Veridiana, 2020). Dapat disimpulkan bahwa walaupun skor CG penelitian ini mencapai nilai tinggi, tetapi tidak mampu mendorong investasi yang efisien. Hal ini disebabkan karena mayoritas BUMN mengalami *underinvestment* di berbagai sektor industri sehingga tidak mampu ditemukan pengaruh keoptimalan investasi terhadap kinerja keuangan:

5. CONCLUSION & SUGGESTION

Dari penelitian ini dapat disimpulkan bahwa penerapan CG di BUMN berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan dan efisiensi investasi. Kemudian, penggunaan variabel mediasi menunjukkan hasil bahwa efisiensi investasi tidak mampu menjadi perantara untuk menghubungkan pengaruh CG terhadap kinerja keuangan. Penelitian ini juga tidak dapat mendukung teori *resource based view* dimana penerapan CG yang baik justru menurunkan efisiensi investasi pada perusahaan BUMN dan kinerja keuangan sebab meskipun skor CG telah mencapai nilai tinggi, tetapi tidak mampu memberikan dampak pada pengambilan keputusan strategi yang efektif dalam meningkatkan kinerja keuangan.

Bukti empiris ini menunjukkan bahwa perusahaan BUMN harus meningkatkan implementasi CG bukan hanya sekedar skor tinggi untuk mematuhi regulasi melainkan juga dapat diterapkan dalam pengambilan keputusan agar efektif. Hal ini disebabkan karena implementasi CG membutuhkan sumber daya dan biaya tinggi yang diharapkan berpengaruh pada strategi dan kebijakan untuk mendorong peningkatan kinerja keuangan. Selain itu, pengalokasian sumber daya secara tepat diharapkan dapat meningkatkan profitabilitas dan terhindar dari risiko kerugian. CG diharapkan dapat mengawasi manajemen agar berani mengambil kesempatan investasi yang memungkinkan mendapatkan *return* tinggi.

Penelitian ini memiliki keterbatasan diantaranya adanya perbedaan pengukuran indeks CG skala parameter BUMN dimana ada pihak penilai yang berbeda seperti konsultan independen, tim auditor internal, dan BPKP. Kemudian,

adanya sektor industri yang berbeda juga berdampak pada tingkat kebutuhan investasi. Ada industri yang memiliki banyak kegiatan operasional untuk menghasilkan suatu produk dimana hasil dari penjualan akan mempengaruhi tingkat pengembalian dan keuntungan. Terakhir, berdasarkan model yang terpilih dari 3 persamaan regresi, model 1 menggunakan OLS dan model 2 dan 3 menggunakan GLS. Perbedaan ini menyebabkan ketiga model tidak bisa dibandingkan hasil temuannya karena adanya kemungkinan ketika menggunakan OLS akan berbeda hasil temuannya dengan GLS begitupun sebaliknya.

REFERENCES

- Agyei-Mensah, B. K. (2021). The impact of board characteristics on corporate investment decisions: An empirical study. *Corporate Governance*, 21(4), 569-586. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2020-0125>.
- Aharoni, Y., Maimon, Z., & Segev, E. (1981). Interrelationships between environmental dependencies: A basis for tradeoffs to increase autonomy. *Strategic Management Journal*, 2, 197-208. <https://doi.org/10.1002/smj.4250020208>
- Aini, N. (2019). Determinants of good corporate governance and its implications on organizational commitments (Empirical study on employees of government-owned islamic banks in DKI Jakarta province). *Proceedings of the International Conference on Economics, Management, and Accounting (ICEMA), KnE Social Sciences*, 948-973. 10.18502/kss.v3i26.5424.
- Al 'Alam, M. P. A. & Firmansyah, A. (2019). The effect of financial reporting quality, debt maturity, political connection, and corporate governance on investment efficiency: Evidence from Indonesia. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 7(6), 39-56. https://www.ijicc.net/images/vol7iss6/7603_Alam_2019_E_R.pdf.
- Andreou, P. C., Louca, C., & Panayides, P. M. (2014). Corporate governance, financial management decisions and firm performance: Evidence from the maritime industry. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 63, 59-78. <https://doi.org/10.1016/j.tre.2014.01.005>.
- Bauer, R., Frijns, B., Otten, R., & Tourani-Rad, A. (2008). The impact of corporate governance on corporate performance: Evidence from Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(3), 236-251. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2007.05.001>.
- Bhatt, P. R. & Bhatt, R. R. (2017). Corporate governance and firm performance in Malaysia. *Corporate Governance*, 17(5), 896-912. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2016-0054>.
- Bhuiyan, M. B. U. & Hooks, J. (2019). Cash holding and over-investment behavior

- in firms with problem directors. *International Review of Economics & Finance*, 61, 35–51. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.01.005>.
- Brigham & Houston. (2014). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan* (11th ed.). Salemba Empat.
- Bzeouich, B., Lakhali, F., & Dammak, N. (2019). Earnings management and corporate investment efficiency: does the board of directors matter? *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 17, 650–670. <https://doi.org/10.1108/JFRA-06-2018-0044>.
- Damayanti, A. & Widiatmoko, J. (2023). Pengaruh good corporate governance, intellectual capital disclosure dan kualitas audit terhadap kinerja keuangan (Studi pada Perusahaan sektor perbankan syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2019-2021). *Jurnal Ekonomi Efektif*, 5(2), 213–217. <http://dx.doi.org/10.32493/JEE.v5i2.27280>.
- Davidson, R. & Neu, D. (2010). A note on the association between audit firm size and audit quality. *Contemporary Accounting Research*, 9, 479–488. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1993.tb00893>.
- Dewi, N. & Abundanti, N. (2019). Pengaruh leverage dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan profitabilitas sebagai variabel mediasi. *E-Jurnal Manajemen*, 8(5), 3028-3056. <https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2019.v08.i05.p16>.
- Emiten News. (2022). *Analisis sebut investasi telkom (tlkm) pada gogo berpotensi rugi hingga Rp7,7 T*. EmitenNews. <https://www.emitennews.com/news/analisis-sebut-investasi-telkom-tlkm-pada-gogo-berpotensi-rugi-hingga-rp77-t>.
- Fatihudin, D., Jusni, & Mochklas, M. (2018). How measuring financial performance. *International Journal of Civil Engineering and Technology*, 9(6), 553-557. <http://iaeme.com/Home/issue/IJCIET?Volume=9&Issue=6>.
- Ferial, F., Suhadak, S., & Handayani, S. R. (2016). Pengaruh good corporate governance terhadap kinerja keuangan dan efeknya terhadap nilai perusahaan (studi pada badan usaha milik negara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2014). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 33(1), 146–253. <https://media.neliti.com/media/publications/86786-ID-pengaruh-good-corporate-governance-terha.pdf>.
- Florackis, C. (2008). Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms. *International Journal of Managerial Finance*, 4, 37–59. <https://doi.org/10.1108/17439130810837375>
- Gao, R. & Yu, X. (2018). How to measure capital investment efficiency: A literature synthesis. *Accounting & Finance*, 60(1), 299-334. <https://doi.org/10.1111/acfi.12343>.
- Gazzola, P. & Amelio, S. (2014). Is total comprehensive income or net income better for the evaluation of companies' financial performance? *Central*

- European Review of Economic Issues*, 17, 39-51. 10.7327/cerei.2014.03.04.
- Guluma, T. F. (2021). The impact of corporate governance measures on firm performance: The influences of managerial overconfidence. *Future Business Journal*, 7(1), 1-18. <https://doi.org/10.1186/s43093-021-00093-6>.
- Guo, L., Smallman, C., & Radford, J. (2013). A critique of corporate governance in China. *International Journal of Law and Management*, 55(4), 257–272. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-10-2011-0012>
- Guo, Z. & Kga, U. (2012). Corporate governance and firm performance of listed firms in Sri Lanka. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40, 664–667. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.03.246>.
- Hao, Y. & Lu, J. (2017). The impact of government intervention on corporate investment allocations and efficiency: Evidence from China. *Financial Management*, 47(2), 383-419. <https://doi.org/10.1111/fima.12188>.
- Hariyanto, N. S., Suganda, T. R., & Lembut, P. I. (2020). Dampak kualitas laporan keuangan perusahaan badan usaha milik negara terhadap efisiensi investasi. *Jurnal Akuntansi*, 12(2), 337–349. <https://doi.org/10.28932/jam.v12i2.2525>.
- Chen, N., Sung, H.-C., & Yang, J. (2017). Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms. *Pacific Accounting Review*, 29(3), 266-282. <https://doi.org/10.1108/PAR-12-2015-0046>.
- Chen, S., Li, Z., Han, B., & Ma, H. (2021). Managerial ability, internal control and investment efficiency. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 31, 1-12. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100523>.
- Chen, X., Sun, Y., & Xu, X. (2016). Free cash flow, over-investment and corporate governance in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 37, 81-103. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.06.003>.
- James, B. & Joseph, C. (2015). Corporate governance mechanisms and bank performance: Resource-based view. *Procedia Economics and Finance*, 31, 117–123. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01138-7](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01138-7).
- Jannah, H. & Rahmawati, I. (2020). Corporate governance dan efisiensi investasi pada perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 20(2), 159-172. <https://doi.org/10.20961/jab.v20i2.516>.
- Jensen, M. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323–329. <https://doi.org/10.2139/ssrn.99580>.
- Jin, X. & Yu, J. (2017). Government governance, executive networks and corporate investment efficiency. *China Finance Review International*, 8(2), 122-139. <https://doi.org/10.1108/CFRI-06-2016-0053>.
- Keasey, K. & Wright, M. (1993). Issues in corporate accountability and governance: An editorial. *Accounting and Business Research*, 23(91A), 291-303.

<https://www.tandfonline.com/doi/epdf/10.1080/00014788.1993.9729897?needAccess=true>.

- Khan, H. (2011). A literature review of corporate governance. *Business, Economics, Law*. <https://www.semanticscholar.org/paper/A-Literature-Review-of-Corporate-Governance-Khan/3f062c5ad046211cf8b48ce873f93ee74fdd51aa>.
- Kotšina, S. & Hazak, A. (2012). Does investment intensity impact company profitability? A cross-country empirical study. *2nd International Conference on Economics, Trade and Development (IPEDR)*, 157-161. <http://www.ipedr.com/vol36/030-ICETD2012-D10038.pdf>.
- Kuhn, T., von der Gracht, H., & Hartmann, E. (2020). How organizations prepare for the future: A comparative study of firm size and industry. *IEEE Transactions on Engineering Management*. <https://doi.org/10.1109/TEM.2020.2992539>.
- Lin, Z. J., Xiao, J., & Tang, Q. (2008). The roles, responsibilities and characteristics of audit committee in China. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21, 721–751. <https://doi.org/10.1108/09513570810872987>.
- Lockett, A. & Thompson, S. (2001). The resource-based view and economics. *Journal of Management*, 27(6), 723-754. [https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(01\)00121-0](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(01)00121-0).
- Ltifi, M. & Hichri, A. (2022). The effects of corporate governance on the customer's recommendations: A study of the banking sector at the time of COVID-19. *Journal of Knowledge Management*, 26(1), 165–191. <https://doi.org/10.1108/JKM-06-2020-0471>.
- Luxi, C., Chunlei, L., & Guanyu, W. (2013). Financial constraints, investment efficiency and corporate governance: Empirical evidence from China. *10th International Conference on Service Systems and Service Management (ICSSSM)*, 1-5. <https://doi.org/10.1109/ICSSSM.2013.6602546>.
- Malik, M. & Nadeem, M. (2014). Impact of corporate social responsibility on the financial performance of banks in Pakistan. *International Letters of Social and Humanistic Sciences*, 21, 9–19. <https://doi.org/10.18052/www.scipress.com/ILSHS.21.9>.
- Mashayekhi, B. & Bazaz, M. (2008). Corporate governance and firm performance in Iran. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 4, 156–172. [https://doi.org/10.1016/S1815-5669\(10\)70033-3](https://doi.org/10.1016/S1815-5669(10)70033-3).
- Mulianita, A., Sutarti, S., & Triandi, T. (2019). Pengaruh dewan komisaris dan komite audit terhadap kinerja keuangan perbankan syariah yang terdaftar di Bank Indonesia. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 7(1), 219–223. <https://doi.org/10.37641/jiakes.v7i1`202>.
- Nofiani, F. & Nurmayanti, P. (2010). Pengaruh penerapan corporate governance terhadap kinerja keuangan perusahaan. *PEKBIS*, 2(1), 208–217.

<http://dx.doi.org/10.31258/pekbis.2.01.%25p>.

- Nugroho, T. C. & Sudarwan. (2018). Pengaruh struktur dan proses corporate governance terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan manufaktur consumer goods yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015. *Universitas Esa Unggul*, 1–16. <https://digilib.esaunggul.ac.id/public/UEU-Master-9695-Jurnal.Image.Marked.pdf>.
- Olatunji, T. & Adejare, A. (2014). Investment in fixed assets and firm profitability: empirical evidence from the Nigerian banking sector. *Asian Journal of Social Sciences and Management Studies*, 1(3), 78–82. <https://ideas.repec.org/a/aoj/ajssms/v1y2014i3p78-82id442.html>.
- Opie, W., Tian, G. G., & Zhang, H. F. (2019). Corporate pyramids, geographical distance, and investment efficiency of chinese state-owned enterprises. *Journal of Banking & Finance*, 99, 95-120. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.12.001>.
- Prasinta, D. (2012). Pengaruh good corporate governance terhadap kinerja keuangan. *Accounting Analysis Journal*, 1(2), 1–7. <https://doi.org/10.15294/aaj.v1i2.655>.
- Puspitasari, F. & Ernawati, E. (2010). Pengaruh mekanisme corporate governance terhadap kinerja keuangan badan usaha. *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*, 3(2), 189–215. <https://e-journal.unair.ac.id/JMTT/article/download/2401/1757/5958>.
- Putrawan, P. W., Sinarwati, N. K., & Purnamawati, I. G. A. (2015). Pengaruh investasi aktiva tetap, likuiditas, solvabilitas, dan modal kerja terhadap profitabilitas perusahaan otomotif dan komponen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2013. *JIMAT (Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi)*, 3(1), 1-10. <https://doi.org/10.23887/jimat.v3i1.4686>.
- Rachmawati, Y. & Pamuji, M. (2021). Pengukuran kinerja keuangan dengan rasio arus kas pada perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI. *Akuntansi dan Manajemen*, 16(2), 191–214. <https://doi.org/10.30630/jam.v16i2.154>.
- Randy, V. (2013). Pengaruh penerapan good corporate governance terhadap nilai perusahaan 2007-2011. *Business Accounting Review*, 1(2), 306–318. <https://www.neliti.com/publications/189515/pengaruh-penerapan-good-corporate-governance-terhadap-nilai-perusahaan-2007-2011>.
- Sadewa, N. & Yasa, G. W. (2016). Pengaruh corporate governance dan leverage pada agency cost. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*, 11(1), 17–27. <https://doi.org/10.24843/JIAB.2016.v11.i01.p03>.
- Safitri, K. & Handayani, S. (2020). Dampak kinerja keuangan dalam memediasi hubungan corporate governance dan nilai perusahaan. *Jurnal Akuntansi Unesa (AKUNESA)*, 9(1), 1-9. <https://journal.unesa.ac.id/index.php/akunesa/article/download/10291/4968>.
- Salin, A. S. A. P., Nor, N. H. M., & Nawawi, A. (2018). Corporate governance and

investment efficiency: Malaysian evidence. *INSIGHT 1st International Conference on Religion, Social Sciences and Technological Education*, 31–40. https://www.researchgate.net/publication/327955359_CORPORATE_GOVERNANCE_AND_INVESTMENT_EFFICIENCY_MALAYSIAN_EVIDENCE.

Sari, E. W. D. & Subardjo, A. (2018). Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 7(10), 1-16. <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/1210>.

Sari, I. & Suaryana, I. (2014). Pengaruh kualitas laporan keuangan pada efisiensi investasi perusahaan pertambangan. *E-Jurnal Akuntansi*, 8(3), 524–537. <https://ojs.unud.ac.id/index.php/akuntansi/article/view/8321>.

Shao, L. (2018). Dynamic study of corporate governance structure and firm performance in China: Evidence from 2001-2015. *Chinese Management Studies*, 13(2), 299-317. <https://doi.org/10.1108/CMS-08-2017-0217>.

Simanungkalit, E. R. (2017). Pengaruh tata kelola perusahaan dan struktur kepemilikan terhadap efisiensi investasi perusahaan. *Jurnal Akuntansi Bisnis*, 15(2), 179–199. <https://journal.unika.ac.id/index.php/jab/article/view/1361>.

Susanti, E. & Sudantoko, D. (2012). Pengaruh penerapan good corporate governance terhadap kinerja keuangan perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 10(2), 1411–1497. <http://jurnal.stiebankbpdjateng.ac.id/index.php/prestasi/article/view/3>.

Titman, S., Hartzell, J., & Sun, L. (2006). The effect of corporate governance on investment: evidence from Real Estate Investment Trusts (REITs). *Real Estate Economics*, 34, 343–376. <https://doi.org/10.2139/ssrn.516563>.

Trong, N. N. & Nguyen, C. T. (2020). Firm performance: the moderation impact of debt and dividend policies on overinvestment. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 28(1), 47-63. <https://doi.org/10.1108/JABES-12-2019-0128>.

Tumewu, R. & Alexander, S. (2014). Pengaruh penerapan good corporate governance terhadap profitabilitas pada perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI Periode 2009-2013. *ACCOUNTABILITY*, 3, 77. <https://doi.org/10.32400/ja.4943.3.1.2014.77-85>.

Ullah, I., Zeb, A., Khan, M. A., & Xiao, W. (2020). Board diversity and investment efficiency: evidence from China. *Corporate Governance*, 20(6), 1105-1134. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2020-0001>.

Veridiana, A. (2020). Analisis faktor internal dan eksternal yang mempengaruhi holding period saham LQ45. *Management and Business Review*, 4(2), 136–150. <https://core.ac.uk/download/478579787.pdf>.

Veronika, I., Azmi, Z., & Marlina, E. (2022). Apakah corporate governance dan pengungkapan lingkungan mempengaruhi kinerja keuangan pada masa

COVID-19? *Jurnal Akuntansi STIE Muhammadiyah Palopo*, 8, 36.
<https://doi.org/10.35906/jurakun.v8i1.966>.

Wahyudin, A. & Solikhah, B. (2017). Corporate governance implementation rating in Indonesia and its effects on financial performance. *Corporate Governance*, 17(2), 250–265. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2016-0034>

Wati, G. P. & Putra, I. W. (2017). Pengaruh ukuran perusahaan, leverage, dan good corporate governance pada kualitas laba. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 19(1), 137–167.
<https://ojs.unud.ac.id/index.php/Akuntansi/article/download/25318/18324>.

Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171–180. <https://doi.org/10.1002/smj.4250050207>.

Wijaya, T. & Budiman, S. (2016). *Analisis Multivariat Untuk Penelitian Manajemen*. Pohon Cahaya.
https://lib.stieieu.ac.id/repository/Analisis_Multivariat.pdf.