

BAB II **KERANGKA TEORETIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS**

2.1 Model Penelitian Terdahulu

McConnel dan Servaes (1990) meneliti pengaruh variabel harga pasar, kepemilikan intitusional, *insider holding* dan nilai pasar terhadap nilai perusahaan. Peneliti meyelidiki hubungan antara *Tobins Q* dan Struktur kepemilikan saham untuk sampel 1173 perusahaan untuk tahun 1976 dan 1093 perusahaan.

Carter, Simkins, dan Simpson (2003) meneliti pengaruh variabel ukuran dewan, ukuran dewan komisaris, dualitas CEO, umur rata-rata dan tata kelola perusahaan terhadap nilai perusahaan. Peneliti ini menguji pengaruh antara tata kelola perusahaan terhadap nilai perusahaan untuk 1.000 perusahaan.

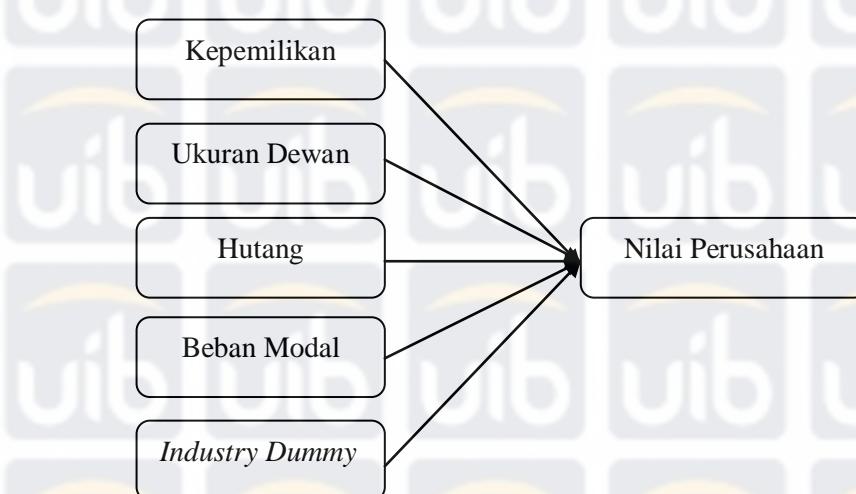
Lins (2003) meneliti pengaruh antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan di 1.433 perusahaan dari 18 pasar negara berkembang dan terkait kepemilikan saham manajemen dan non-manajemen, kepemilikan saham *blockholder*. Variabel yang digunakan dalam penelitian adalah kepemilikan, ukuran perusahaan, rasio utang, pengeluaran aset modal dan *industry dummy* terhadap nilai perusahaan.

Hutchinson dan zain (2005) meneliti apakah hubungan antara kualitas audit internal dan kinerja perusahaan yang terdapat terkait dengan karakteristik perusahaan, asimetri informasi dan ketidakpastian serta kontrol pemerintahan tertentu. Variabel yang digunakan dalam penelitian adalah pegembalian aset, efek pengungkit keuangan, pertumbuhan dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Young (2005) menguji kontribusi dari modal sosial tim manajemen puncak untuk penciptaan nilai bisnis. Penelitian ini menggunakan pendekatan regresi untuk memperkirakan hubungan antara modal sosial dan *Tobin Q*, sementara kontrol perusahaan dan industri-spesifik lainnya variabel penjelas. Variabel yang digunakan adalah struktur industri, ukuran perusahaan, harga pasar dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Soumadi dan Hayajneh (2006) meneliti struktur modal terhadap kinerja perusahaan publik Yordarnia yang terdaftar di pasar saham Amman. Penelitian ini menggunakan model regresi berganda sebagai teknik untuk memeriksa apa efek dari struktur modal terhadap kinerja dengan diterapkan pada 76 perusahaan (53 perusahaan industri dan 23 perusahaan jasa). Variabel yang digunakan dalam penelitiannya adalah pengembalian ekuitas, *tobins Q*, aset tidak berwujud, efek pengungkit keuangan dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan

Gambar 2.1
Pemilikan Ekuitas dan Nilai Perusahaan dalam Pasar Berkembang



Sumber: Lins (2003).

Dah, Beyrounti, dan Showeiry (2008) mengkaji apakah struktur dewan menjadi lebih efektif dari sebelumnya dan menyelidiki apakah peningkatkan direktur independen untuk sebuah perusahaan yang manajerial tinggi akan memiliki dampak yang lebih tinggi pada kekayaan pemegang saham. Variabel yang digunakan dalam penelitian adalah persentase direksi independen, rasio aset, pengeluaran modal, ukuran dewan dan pengembalian aset terhadap nilai perusahaan.

Dharmapala dan Khanna (2008) meneliti pengaruh *insider holding*, tata kelola perusahaan, *foreign institutional investment* dan *volatility* terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini mengkaji dampak tata kelola perusahaan terhadap nilai perusahaan, dengan menggunakan urutan reformasi tata kelola perusahaan di India. Sampel yang digunakan lebih banyak dari 4.000 perusahaan dari tahun 1998 sampai 2006.

Fang, Palmatier, dan Steenkamp (2008) meneliti tentang efektivitas transisi strategi layanan dengan mengevaluasi data sekunder yang berkaitan dengan 477 perusahaan manufaktur publik tahun 1990 sampai 2005. Variabel yang digunakan dalam penelitian adalah perkembangan industri, ukuran perusahaan, pengembalian aset, dan pertumbuhan jasa terhadap nilai perusahaan.

Bohren, Priestley, dan Odegard (2009) meneliti pengaruh variabel *fraction owned*, pemilik asing, pemilik industri, pemilik keuangan, ukuran perusahaan, durasi proyek dan laba terhadap nilai perusahaan. Peneliti menggunakan kepemilikan untuk semua perusahaan yang non-keuangan dengan menganalisis bagaimana kaitannya untuk nilai perusahaan.

Byun, Kim, dan Shin (2009) meneliti pengaruh variabel pengembalian aset, pertumbuhan penjualan, produktivitas tenaga kerja, tingkat biaya, *leverage* dan kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian menunjukkan terdapat dua sistem insentif yaitu sistem kompensasi ditangguhkan yang melibatkan pembayaran kompetensi lebih rendah atau lebih tinggi dari rata-rata industri selama awal periode kerja karyawan dan berdasarkan kinerja-sistem kompensasi.

Dorsey dan Boland (2009) menghitung diskonto dari integrasi dan strategi diversifikasi yang ditempuh bisnis. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah logaritma aset, profitabilitas, hutang, dan kontrol keluarga terhadap nilai perusahaan.

Gupta, Kennedy, dan Weaver (2009) menguji pengaruh antara komposit atau sub-kategori skor tata kelola perusahaan dan berbagai ukuran nilai perusahaan. Sampel yang digunakan adalah data laporan pada peringkat bisnis selama tahun 2002 sampai 2005. Variabel yang digunakan dalam penelitian adalah skor tata kelola, pengembalian aset, *Cross-listing status* terhadap nilai perusahaan.

Ammann, Oesch, dan Schmid (2010) meneliti pengaruh antara tata kelola perusahaan dan nilai perusahaan berdasarkan data dari Pemerintahan Metrik Internasional yang terdiri dari 6.663 observasi perusahaan dari 22 negara berkembang selama periode dari tahun 2003 sampai 2007. Variabel yang digunakan dalam penelitian adalah logaritma aset, efek pengungkit keuangan, *closely held*, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Khediria dan Fokus (2010) meneliti pengaruh variabel hutang, ukuran perusahaan, profitabilitas, perkembangan, dividen tahunan, penjualan asing, industri dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Peneliti mengkaji pengaruh antara *corporate hedging* dan nilai perusahaan untuk sampel perusahaan derivatif Perancis sebanyak 320 perusahaan.

Lu, Tsai, dan Yen (2010) menemukan faktor penting yang mempengaruhi nilai perusahaan di Taiwan dan menyediakan model yang lebih fleksibel. Variabel yang digunakan dalam penelitian adalah modal tidak berwujud, struktur kepemilikan, tata kelola perusahaan, karakteristik perusahaan dan karakteristik industri terhadap nilai perusahaan.

Berzkahn dan Zelgalve (2011) meneliti pengaruh variabel pertumbuhan dan tingkat inovasi perusahaan terhadap nilai perusahaan. Sampel data yang digunakan perusahaan terdaftar di Baltic untuk tahun 2005 sampai 2011. Penelitian ini menemukan bahwa perusahaan yang inovatif memiliki nilai yang lebih tinggi dan mereka lebih besar.

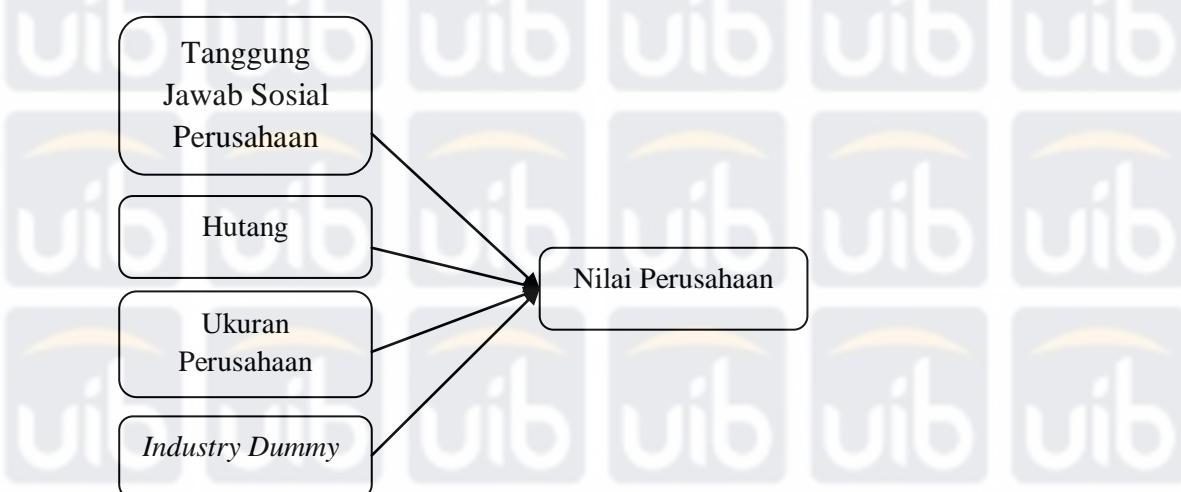
Chen (2011) meneliti pengaruh variabel profitabilitas dan efek pengungkit keuangan terhadap nilai perusahaan. Sampel data yang digunakan dari 647 perusahaan Nies di Taiwan untuk tahun 2005 sampai 2009. Penelitian ini menyelidiki apakah efek pengungkit keuangan merupakan variabel mediasi untuk profitabilitas dan kinerja perusahaan.

Crisostomo, Freire, dan Vasconcellos (2011) meneliti pengaruh variabel tata kelola perusahaan, hutang, ukuran perusahaan, dan *industry dummy* terhadap nilai perusahaan. Peneliti menguji pengaruh antara tanggung jawab sosial perusahaan

dan kinerja perusahaan dengan nilai di pasar berkembang Brasil dan menganalisis hubungan tanggung jawab sosial perusahaan di Brasil menggunakan data keuangan dan tanggung jawab sosial perusahaan 78 emiten non-keuangan pada periode 2001 sampai 2006.

Gambar 2.2

Tanggung Jawab Sosial Perusahaan, Nilai Perusahaan, dan Kinerja Keuangan di Brasil



Sumber: Crisostomo, Freire, dan Vasconcellos (2011).

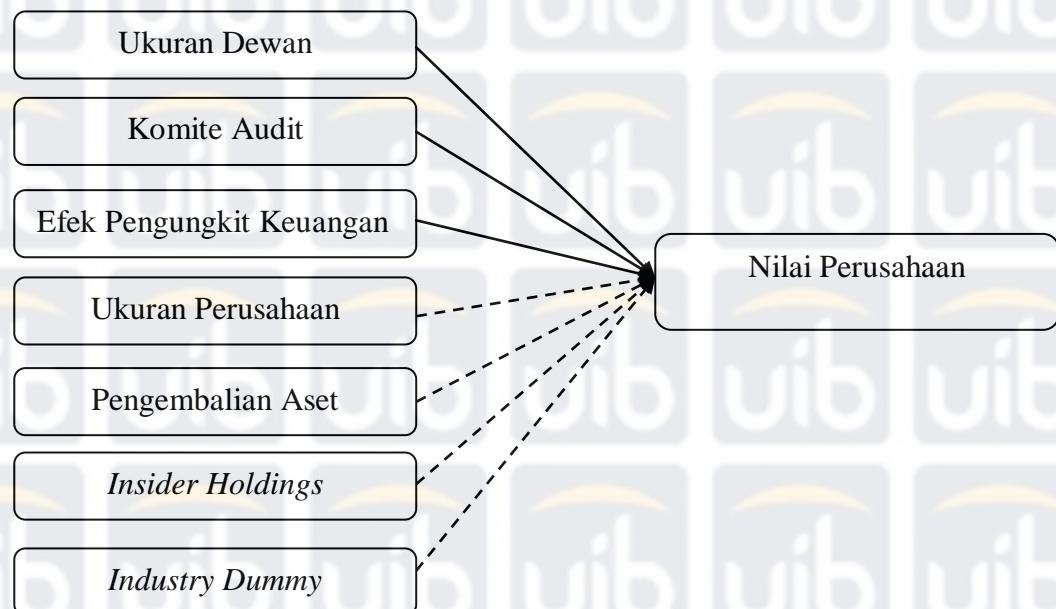
Tahir dan Razali (2011) menguji faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan di Malaysia yang terdaftar dalam periode 2007 sebanyak 528 perusahaan. Variabel yang digunakan dalam penelitian adalah ukuran, utang, profitabilitas, diversifikasi internasional dan kepemilikan mayoritas terhadap nilai perusahaan.

Gill dan Obradovich (2012) meneliti pengaruh variabel dualitas CEO, ukuran dewan, komite audit, efek pengungkit keuangan, ukuran perusahaan, pengembalian aset, tata kelola perusahaan dan *industry dummy* terhadap nilai perusahaan. Peneliti mengkaji dampak dari tata kelola perusahaan dan efek pengungkit keuangan terhadap nilai perusahaan di Amerika. Sampel yang

digunakan 333 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek New York (NYSE) untuk jangka waktu 3 tahun yaitu, 2009-2011 yang terpilih.

Gambar 2.3

Model Penelitian Dampak Tata Kelola Perusahaan dan Efek Pengungkit Keuangan pada Nilai Perusahaan Amerika



Sumber: Gill dan Obradovich (2012).

Reyna dan Encalada (2012) meneliti pengaruh hutang, persentase kepemilikan keluarga, kepemilikan dari tiga pemegang saham terbesar persentase, ukuran dewan independen dan direktur pemegang saham. Peneliti menganalisis pengaruh kepemilikan, dewan direksi, dan efek pengungkit keuangan pada kinerja perusahaan. Sampel yang digunakan 83 perusahaan yang terdaftar Meksiko selama periode 2005-2011.

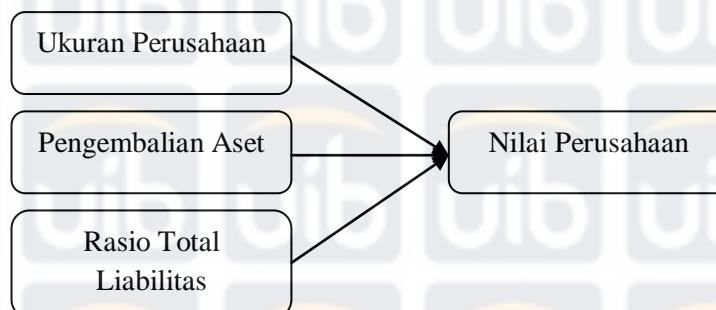
Sudiyatno dan Puspitasari (2012) meneliti peran kinerja perusahaan dalam menentukan arah hubungan antara kebijakan perusahaan untuk menghargai perusahaan. Tujuannya adalah untuk mengidentifikasi mana peran kinerja perusahaan sebagai variabel yang dipengaruhi oleh kebijakan perusahaan dan

mempengaruhi nilai perusahaan. Pengujian dilakukan secara bertahap untuk menguji pengaruh kebijakan perusahaan pada kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, dan menguji pengaruh kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan. Variabel yang digunakan dalam penelitian adalah rasio hutang, pegembalian aset dan harga saham terhadap nilai perusahaan.

Xiao dan Zhao (2012) meneliti pengaruh variabel ukuran perusahaan, pengembalian aset, dan rasio total liabilitas terhadap nilai perusahaan. Penelitian menggunakan 229 perusahaan pada tahun 2004 di Cina untuk menyelidiki pengaruh deviasi pemegang saham terhadap nilai perusahaan dan untuk menentukan apakah perusahaan pendiri dan tidak pendiri dapat dikendalikan.

Gambar 2.4

Bagaimana Masalah Keagenan mempengaruhi Nilai Perusahaan
Bukti dari China



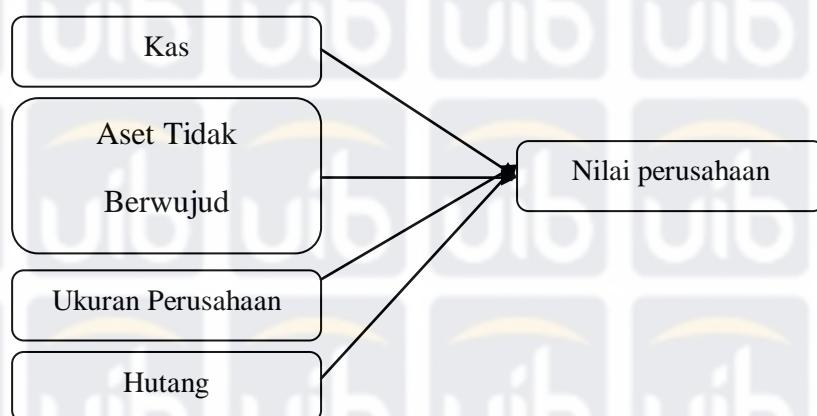
Sumber: Xiao dan Zhao (2012).

Bashir, Sultan, dan Jghef (2013) meneliti pengaruh variabel ukuran perusahaan, *leverage*, likuiditas, perkembangan, pengembalian aset, dividen, diversifikasi geografis terhadap nilai perusahaan. Sampel yang digunakan 107 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Karachi untuk periode 2006 sampai 2010.

Siagian, Siregar, dan Rahadian (2013) meneliti tentang tata kelola perusahaan dan kualitas laporan yang berhubungan dengan nilai perusahaan bagi perusahaan-perusahaan publik di Indonesia. Variabel yang digunakan dalam penelitian adalah *chartered quality institute*, ukuran perusahaan dan hutang terhadap nilai perusahaan.

Sola, Teruel, dan Solano (2013) meneliti pengaruh variabel kas, aset tidak berwujud, ukuran perusahaan, dan hutang pada nilai perusahaan. Peneliti menguji secara empiris untuk tingkat kas optimal yang memaksimalkan nilai perusahaan dan sampel yang digunakan AS perusahaan industri selama tahun 2001 sampai 2007.

Gambar 2.5
Faktor yang mempengaruhi Nilai Perusahaan



Sumber: Sola, Teruel, dan Solano (2013).

Panaretou (2013) meneliti pengaruh efek tanggung jawab sosial, tata kelola perusahaan dan ukuran perusahaan pada perusahaan profitabilitas dan nilai perusahaan. Penelitian menggunakan instrumen derivatif selama berapa tahun terakhir yang merupakan perusahaan manajemen risiko secara keseluruhan.

2.2 Definisi Operasional Variabel

Nilai perusahaan merupakan kondisi tertentu yang telah dicapai oleh suatu perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan setelah melalui suatu proses kegiatan selama beberapa tahun, yaitu sejak perusahaan tersebut didirikan sampai dengan saat ini. Meningkatnya nilai perusahaan harus sesuai dengan keinginan para pemiliknya karena dengan meningkatnya nilai perusahaan, maka kesejahteraan para pemilik juga akan meningkat.

Menurut Gapensi (1996) nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi, pendanaan (*financing*), dan manajemen aset. Pada dasarnya tujuan manajemen keuangan adalah memaksimumkan nilai perusahaan.

Menurut Fama (1978) dalam Wahyudi *et al.* (2006), nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga pasar dari saham perusahaan yang terbentuk antara pembeli dan penjual disaat terjadi transaksi disebut nilai pasar perusahaan, karena harga pasar saham dianggap cerminan dari nilai aset perusahaan sesungguhnya. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

2.3 Hubungan antar Variabel

2.3.1 Hubungan Ukuran Dewan terhadap Nilai Perusahaan

CEO akan lebih sulit dalam memimpin dan mengendalikan dewan seiring dengan bertambahnya jumlah dewan diatas 10 anggota. Kesempatan bagi setiap individu dalam dewan untuk memberikan pengaruh dalam pengambilan keputusan menjadi lebih terbatas dan setiap pertemuan yang dilakukan akan menjadi lebih tidak terkendali. Walaupun dengan jumlah keanggotaan dewan yang lebih banyak dapat meningkatkan jumlah variasi keahlian dan kemampuan dewan, sering kali mereka akan lebih sulit untuk melakukan koordinasi karena jumlah interaksi yang lebih banyak diantara para anggota.

Menurut Carter, Skimkins dan Simpson (2003) meneliti pengaruh ukuran dewan terhadap kinerja nilai perusahaan. Dewan didefinisikan sebagai gabungan antara dewan direksi dan dewan komisaris. Untuk mengukur diversitas dewan digunakan empat kriteria pengukuran yaitu: variasi gender, kebangsaan, umur, dan latar belakang pendidikan. Diversitas dewan dinyatakan tinggi apabila terdapat variasi gender, kebangsaan, umur dan latar belakang pendidikan anggota dewan yang tinggi. Keberadaan dewan yang tersebar yang dalam mekanisme tata kelola perusahaan yang baik mewakili prinsip akuntabilitas dan independensi pembuatan keputusan. Keputusan yang baik selanjutnya mengarahkan perusahaan pada kemampuan menghasilkan laba yang lebih tinggi. Secara teoretis, adanya dewan yang tersebar akan meningkatkan nilai *stakeholders*.

2.3.2 Hubungan Komite Audit terhadap Nilai Perusahaan

Komite audit berperan memberikan suatu pandangan terhadap akuntansi laporan keuangan dan penjelasannya, sistem pengawasan *internal* serta audior independen. Komite audit juga memainkan peran penting dalam peningkatan nilai perusahaan dengan menerapkan prinsip-prinsip tata kelola perusahaan. Prinsip-prinsip tata kelola perusahaan yang menunjukkan bahwa komite audit harus berkerja secara independen dan melakukan tugas dengan profesional. Audit memonitor mekanisme masalah keagenan.

Pengaruh Ukuran komite audit terhadap kinerja perusahaan adalah semakin banyak jumlah komite audit maka akan meningkatkan efektivitas sistem pengendalian perusahaan. Komite audit juga memiliki peran penting dalam mengawasi pelaksanaan *corporate governance* (Gill & Obradovich, 2013).

2.3.3 Hubungan Efek Pengungkit Keuangan terhadap Nilai Perusahaan

Penggunaan uang yang dipinjam untuk meningkatkan volume produksi, penjualan dan pendapatan. Hal ini diukur sebagai rasio total utang terhadap total aktiva. Semakin besar jumlah utang, semakin besar efek pengungkit keuangan.

Chen (2011), menemukan pengaruh efek pengungkit keuangan terhadap nilai perusahaan ditentukan oleh peluang tumbuh. Penggunaan utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada saat potensi pertumbuhan modal dan sebaliknya pengaruhnya negatif terhadap nilai perusahaan apabila potensi tumbuhnya tinggi.

2.4 Hubungan Variabel Kontrol terhadap Dependen

2.4.1 Hubungan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Dengan semakin besar ukuran perusahaan, maka ada kecenderungan lebih banyak investor yang menaruh perhatian pada perusahaan tersebut. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang besar cenderung memiliki kondisi yang lebih stabil. Kestabilan tersebut menarik investor untuk memiliki saham perusahaan tersebut. Kondisi tersebut menjadi penyebab atas naiknya harga saham perusahaan di pasar modal. Investor memiliki ekspektasi yang besar terhadap perusahaan besar. Ekspektasi investor berupa perolehan dividen dari perusahaan tersebut. Peningkatan permintaan saham perusahaan akan dapat memacu pada peningkatan harga saham di pasar modal.

Sejumlah studi telah mengemukakan bahwa ukuran perusahaan akan berpengaruh pada kebijakan hutang perusahaan. Semakin besar perusahaan maka semakin banyak dana yang digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan. Salah satu sumbernya adalah hutang. Sola, Teruel, dan Solano (2013) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Peningkatan hutang bisa meningkatkan nilai perusahaan.

2.4.2 Hubungan Pengembalian Aset terhadap Nilai Perusahaan

Para investor melakukan *overview* suatu perusahaan dengan melihat rasio keuangan sebagai alat evaluasi investasi, karena rasio keuangan mencerminkan tinggi rendahnya nilai perusahaan. Jika investor ingin melihat seberapa besar

perusahaan menghasilkan tingkat pengembalian atas investasi yang akan mereka tanamkan, yang akan dilihat pertama kali adalah rasio profitabilitas.

Penelitian yang dilakukan oleh Crisostomo, Freire, dan Vasconcellos (2011) menemukan hasil bahwa pengembalian aset berpengaruh signifikan positif terhadap pengembalian saham satu periode ke depan. Oleh karena itu, pengembalian aset merupakan salah satu faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

2.4.3 Hubungan *Insider Holdings* terhadap Nilai Perusahaan

Secara teoritis, *insider holdings* adalah persentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Dengan adanya peningkatan *insider holdings* akan menyebabkan penyebaran risiko sehingga manajer merasakan langsung akibat dari keputusan yang diambilnya. Hal ini akan membuat manajer berhati-hati dan cenderung untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Peningkatan pada *insider holdings* akan mengakibatkan peningkatan pada nilai perusahaan.

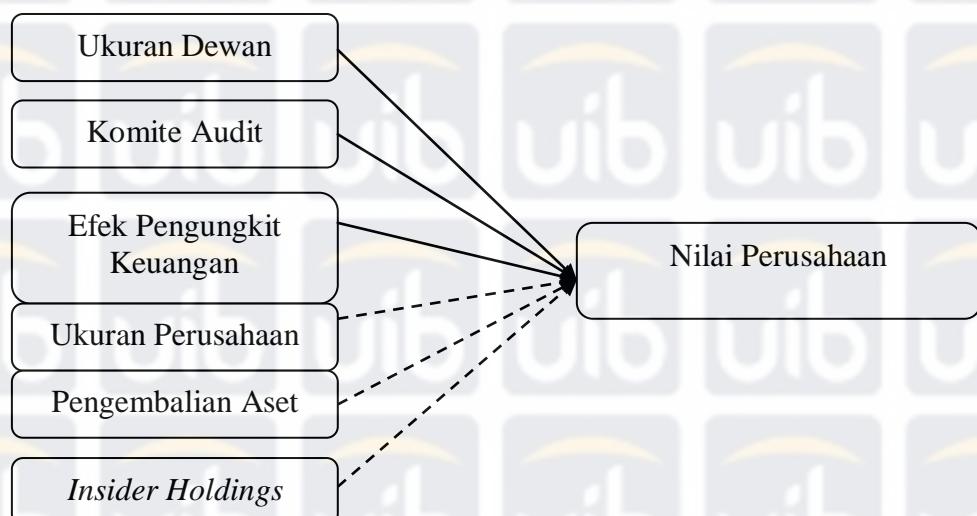
Putu *et al.* (2014) membuktikan bahwa dalam penilaian terhadap pembelian kembali saham yang telah dijual, para investor memandang proporsi pemegang saham *insider* sebagai informasi penting. Sedangkan Lu, Tsai, dan Yen (2010) memberikan bukti bahwa keputusan menjual perusahaan dengan pemilik *insider* yang lebih besar akan memperoleh respon investor yang lebih menguntungkan daripada perusahaan dengan pemilik *insider* yang lebih rendah.

2.5 Model Penelitian dan Perumusan Hipotesis

Model penelitian ini mengadopsi model penelitian Gill dan Obradovich (2012) variabel yang digunakan pada penelitian ini adalah variabel dependen, variabel independen, dan variabel kontrol. Adapun model penelitian yang penulis lakukan dapat dilihat pada Gambar 2.6

Gambar 2.6

Pengaruh Tata Kelola Perusahaan dan Efek Pengungkit Keuangan pada Nilai Perusahaan



Sumber: Peneliti (2015).

Berdasarkan model penelitian pada Gambar 2.5, maka perumusan hipotesis untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1 : Ukuran dewan berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan.

H2 : Komite Audit berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.

H3 : Efek pengungkit keuangan berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.