

BAB II

KERANGKA TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1 Definisi Kinerja Perusahaan

Bagus tidaknya suatu kinerja perusahaan dikarenakan berbagai macam faktor contohnya struktur dewan dan struktur modal. Beberapa penelitian dilakukan untuk mencari dampak dari struktur dewan dan modal pada kinerja perusahaan dan menghasilkan berbagai hasil yang beragam. Banyak peneliti yang menggunakan berbagai indikator pengukur kinerja untuk mempelajari dampak struktur dewan dengan kinerja perusahaan, diukur dengan tingkat pengembalian investasi, tingkat pengembalian aset, indikator pasar contohnya *Tobin's Q*, tingkat pengembalian ekuitas, serta *market multiples* lainnya (Adams *et al.*, 2009; Miller & Del Carmen Triana, 2009; Lückerath-Rovers, 2013; Marinova, Plantenga, & Remery, 2016; Kao, Hodgkinson, & Jaafar, 2018).

Salah satu indikator pengukur yaitu *Tobin's Q* ialah pengukuran yang banyak dipakai dalam menilai kinerja perusahaan. Pengukuran ini dihitung dengan membagi nilai saham perusahaan dari pasar pada akhir tahun dengan nilai penggantian asetnya. Nilai buku dari total aset biasanya digunakan sebagai perwakilan dari *replacement cost of capital* pada tanggal tertentu didasarkan pada aktivitas perusahaan sebelumnya (Rouyer, 2016). Oleh karena itu, apabila rasio menunjukkan angka di bawah satu menunjukkan prospek lebih rendah, dan sebaliknya, jika lebih tinggi maka prospeknya lebih bagus. Keuntungan utama dari *Tobin's Q* adalah penggunaan kedua indikator pasar dan pengukuran yang berbasis akuntansi yang menetralkan potensi kerugian dengan menerapkan langkah-langkah akuntansi atau indikator pasar secara terpisah sebagai sumber utama untuk analisis data (Berezinets, Ilina, & Cherkasskaya, 2017).

Tobin's Q bergantung pada nilai pasar yang didasarkan pada kemampuan perusahaan dalam jangka panjang untuk menghasilkan arus kas dan untuk mencerminkan ekspektasi pertumbuhan masa depan. Sedangkan tindakan akuntansi seperti profitabilitas didasarkan pada kinerja masa lalu, dewan direksi juga terlibat dalam pengambilan keputusan strategis, sehingga kinerjanya harus lebih terkait dengan kinerja jangka panjang perusahaan yang diukur dengan

indikator pasar. Ini adalah salah satu alasan kenapa *Tobin's Q* adalah pengukur kinerja yang bagus terutama sebagai pengukur kinerja perusahaan dalam jangka panjang (Berezinets *et al.*, 2017).

Rasio lain yang sering dipakai sebagai tolak ukur kinerja perusahaan adalah tingkat pengembalian aset. Pengertian dari tingkat pengembalian aset adalah indikator dari apa yang telah manajemen capai dengan sumber daya yang diberikan (aset), dan banyak studi mengenai kinerja dewan yang menggunakan tingkat pengembalian aset sebagai pengukur kinerjanya (Adams *et al.*, 2009; Martín-Ugedo & Minguez-Vera, 2014). Tingkat pengembalian aset sering digunakan karena adanya variasi yang lebih besar dalam nilai penjualan dan ekuitas dari tahun ke tahun dibandingkan dengan total aset perusahaan (Gaur, Bathula, & Singh, 2015).

Apabila rasio ini bernilai tinggi maka semakin bagus perusahaan menggunakan aset untuk membuat laba. Dengan demikian apabila rasio yang dimiliki lebih tinggi membuktikan kinerja perusahaan yang efektif pula dikarenakan tingkat pengembalian akan lebih besar (Gaur *et al.*, 2015). Rasio yang lebih tinggi tentu membuat daya tarik tersendiri perusahaan untuk investor yang dapat membuat perusahaan akan lebih dipandang karena dapat memberikan keuntungan bagi investor.

Menurut Sofjan (2001), tingkat pengembalian ekuitas merupakan rasio yang dipakai dalam menunjukkan persentase laba bersih yang dihasilkan perusahaan ketika diukur dari modal pemilik. Lyn *et al.* (2008) menyatakan bahwa tingkat pengembalian ekuitas adalah ukuran pengembalian yang diterima oleh pemegang saham biasa, rasio ini juga dihitung sebagai pengembalian ekuitas saham biasa jika perusahaan memiliki saham preferen yang beredar. Menurut Lestari dan Sugiharto (2007), tingkat pengembalian ekuitas dapat dikatakan baik jika lebih besar dari 12%. Tingginya laba yang dihasilkan perusahaan akan menyebabkan meningkatnya pengembalian yang akan diberikan perusahaan. Tingginya pengembalian perusahaan akan mempengaruhi harga sahamnya, yang memungkinkan saham perusahaan akan lebih diinginkan investor.

2.2 Model Penelitian Terdahulu

Baysinger, Kosnik, dan Turk (1991) melakukan studi tentang dampak struktur dewan dan kepemilikan pada tata kelola di perusahaan negara berkembang dengan menambahkan variabel tambahan yaitu kepemilikan keluarga dalam penelitiannya. Penelitian tentang kinerja perusahaan juga dilakukan oleh Yan Lam dan Kam Lee (2008) yang melakukan studi mengenai dampak dualitas CEO pada kinerja perusahaan menggunakan variabel kontrol karakteristik perusahaan, struktur kepemilikan, dan struktur komite audit. Studi serupa juga dilakukan oleh Jiang, Habib, dan Smallman (2009) mengenai dampak struktur kepemilikan pada kinerja perusahaan dengan menambahkan skala perusahaan, *leverage*, risiko pasar, dan risiko spesifik perusahaan sebagai variabel kontrol dengan alat pengukur kerjanya yaitu *Tobin's Q*.

Belkhir (2009) meneliti mengenai struktur kepemilikan dan dewan pada kinerja perusahaan dan karakteristik perusahaan sebagai variabel kontrol. Isshaq, Bokpin, dan Mensah (2009) juga meneliti mengenai dampak struktur kepemilikan, *cash holding*, dan tata kelola perusahaan pada kinerja perusahaan Ghana. Shin-Ping dan Tsung-Hsien (2009) juga melakukan penelitian yang berfokus pada dampak struktur kepemilikan pada kinerja perusahaan. Pada penelitiannya digunakan pula variabel kontrol seperti *dividend payout ratio*, *advertising and research development*, *expenditure rate*, dan struktur perusahaan.

Jiang, Habib, dan Smallman (2009) meneliti penelitian tentang dampak struktur kepemilikan dan kompensasi CEO pada kinerja perusahaan Selandia Baru. Penelitian selanjutnya oleh Lei (2009) meneliti dampak pemegang saham utama, konsentrasi kepemilikan, dan pemegang saham institusional pada kinerja perusahaan yang variabel kontrolnya menggunakan struktur perusahaan. Hess, Gunasekarage, dan Hovey (2010) meneliti tentang dampak kepemilikan negara dan konsentrasi kepemilikan pada kinerja perusahaan dengan menggunakan variabel kontrol yaitu *debt equity leverage ratio*, skala perusahaan, dan jenis industri.

Paulo (2010) meneliti tentang dampak konsentrasi kepemilikan dengan variabel dependen kinerja perusahaan memakai tolak ukur *Tobin's Q*. Sahut dan

Gharbi (2010) meneliti mengenai dampak struktur kepemilikan namun lebih berfokus kepada kepemilikan institusional pada kinerja perusahaan dan menambahkan variabel kontrol skala perusahaan, hutang, biaya *research and development*, risiko sistematis, risiko spesifik perusahaan, dan *dividend yield*. Ruan, Tian, dan Shiguang (2011) juga meneliti dampak struktur modal dan ditambahkan variabel independen yaitu struktur kepemilikan dan menggunakan *leverage* sebagai variabel kontrol.

Ren dan Wang (2011) meneliti tentang dampak skala perusahaan, direktur perempuan, dan dewan direktur perusahaan terhadap kinerja perusahaan dengan hasil bahwa direktur perempuan memiliki efek positif pada kinerja perusahaan bukan karena kualitas feminim yang dimiliki namun kompetensi perusahaan yang unik. Boone, Colomage, dan Gunasekarage (2011) melakukan penelitian mengenai dampak identitas *block investor* dan kepemilikan perusahaan pada kinerja perusahaan menambahkan variabel kontrol total aset dan *leverage*. Memberikan hasil bahwa adanya dampak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Maqueira, Espinosa, dan Vieito (2011) meneliti dampak struktur kepemilikan yang berfokus pada kepemilikan bank, kepemilikan internal, dan konsentrasi kepemilikan pada kinerja perusahaan dengan menambahkan skala perusahaan, rasio hutang, dan aset tidak berwujud sebagai variabel kontrol. García-Meca dan Sánchez-Ballesta (2011).

Penelitian selanjutnya oleh Ameer (2012) mengenai dampak *cash holdings* dan konsentrasi kepemilikan pada kinerja perusahaan. Penelitian ini kemudian ditingkatkan lagi oleh Yan Lam dan Kam Lee (2012) dengan menambahkan independen kepemilikan keluarga, komite dewan perusahaan-perusahaan pada kinerja perusahaan di Hongkong menggunakan rasio tingkat pengembalian ekuitas dan tingkat pengembalian aset. Penelitian ini juga dilakukan oleh Ujunwa (2012) dengan karakteristik dewan pada kinerja perusahaan publik Nigeria. Karakteristik dewan di sini mencakup ukuran dewan, kemampuan dewan, nasionalitas dewan, *gender* dewan, etnis dewan, dan dualitas dewan. Mollah, Farooque, dan Karim (2012) juga meneliti tentang struktur kepemilikan berupa kepemilikan institusional, kepemilikan asing, serta tata kelola pada kinerja perusahaan Afrika.

Weiss dan Hilger (2012) meneliti menggunakan model OLS dan 2SLS tentang dampak struktur kepemilikan pada kinerja perusahaan. Džanić (2012) meneliti dampak kepemilikan manajerial, terbesar, terbesar kedua, dan konsentrasi kepemilikan pada kinerja perusahaan dengan tolak ukur *Tobin's*. Alipour (2013) juga meneliti hal serupa namun mengganti variabel kepemilikan manajerial dan terbesar menjadi kepemilikan negara, kepemilikan perusahaan, kepemilikan individual, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan institusional dengan tolak ukur *Tobin's Q*, tingkat pengembalian aset, dan tingkat pengembalian ekuitas.

Hubungan antara ata kelola perusahaan pada kinerja perusahaan juga diteliti oleh Mohamed, Basuony, dan Badawi (2013). Penelitian ini memakai variabel independen karakteristik dewan dan karateristik perusahaan sebagai variabel kontrol. Penelitian ini kemudian dilanjutkan oleh Kumar dan Singh (2013) namun dengan menambahkan struktur kepemilikan yaitu *promotor ownership* terhadap kinerja perusahaan-perusahaan di India. Terdapat juga penelitian oleh Dimovski, Lombardi, dan Cooper (2013) yang meneliti tentang dampak direktur perempuan terhadap kinerja perusahaan-perusahaan *Real Estate* di Australia. Penelitian ini diteruskan oleh Xiao, He, Lin, dan Elkins (2013) dengan menambahkan skala perusahaan sebagai variabel independen selain direktur perempuan pada kinerja perusahaan publik yang terdaftar di China.

Studi ini kemudian dilanjutkan oleh De Anca dan Gabaldon (2014) dengan variabel independen direktur perempuan dan mengganti skala dewan menjadi skala direktur perempuan di perusahaan. Penelitian sejenis juga diuji oleh Weber dan Geneste (2014) yang menguji tentang dampak direktur perempuan terhadap kinerja perusahaan di perusahaan kecil menengah yang dimiliki oleh laki-laki dengan hasil bahwa perempuan ternyata memiliki dampak positif terhadap bisnis dan pola hidup bisnisnya. Reutzel dan Belsito (2015) juga menguji penelitian sejenis namun data-data perusahaan yang diambil merupakan perusahaan publik terdaftar di Amerika Serikat.

Penelitian oleh Arena, Cirillo, Donata, Pulcinelli, Saggese, dan Sarto (2015) juga meneliti mengenai dampak skala dewan dan direktur perempuan terhadap kinerja perusahaan dengan hasil direktur perempuan berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan. Deschênes, Rojas, Boubacar, Prud'homme, dan

Ouedraogo (2015) juga meneliti mengenai dampak direktur perempuan terhadap kinerja perusahaan namun menggunakan variabel *dummy* di dalam perhitungannya dan skala dewan sebagai variabel kontrol. Khalil, Syed, dan Iftikhar (2015) meneliti dampak kepemilikan manajerial dan konsentrasi kepemilikan pada kinerja perusahaan memakai variabel kontrol *leverage* serta rasio perputaran aset. Shahzad, Ahmed, Fareed, Zulfiqar, dan Naeem (2015) meneliti lebih lanjut hubungan tata kelola terhadap kinerja perusahaan dalam kategori industri semen di Pakistan. Ganguli dan Agrawal (2015) juga meneliti tentang dampak struktur kepemilikan terutama konsentrasi kepemilikan pada kinerja perusahaan di India.

Hurley dan Choudhary (2016) meneliti tentang direktur perempuan dan umur dewan pada kinerja perusahaan-perusahaan SP500 di Amerika Serikat. Penelitian ini kemudian dilanjutkan oleh Mio, Fasan, dan Ros (2016) dengan menambahkan kapitalisasi market, tingkat pengembalian ekuitas, negara dan industri sebagai variabel kontrol dengan *Tobin's Q* sebagai tolak ukur. Cabrera-Fernández, Martínez-Jiménez, dan Hernández-Ortiz (2016) melakukan penelitian mengenai dampak direktur perempuan, tata kelola perusahaan dan keberagaman *gender* dengan pengukuran tingkat pengembalian aset, tingkat pengembalian ekuitas, dan *Tobin's Q* sebagai tolak ukur. Tremblay, Gendron, dan Malsch (2016) juga melakukan penelitian mengenai dampak direktur perempuan dan skala dewan pada kinerja perusahaan.

Penelitian ini dilanjutkan Richardson, Taylor, dan Lanis (2016) dengan menggunakan variabel *dummy* dalam perhitungannya dan menambahkan umur dewan sebagai variabel kontrol. Penelitian ini kemudian dikembangkan lagi oleh Abdullah dan Ismail (2016) dengan menambahkan kepemilikan keluarga sebagai variabel independen serta menambahkan skala perusahaan, jenis industri, dan kualitas audit sebagai variabel kontrol. Arayssi, Dah, dan Jizi (2016) juga melakukan penelitian serupa dengan direktur perempuan, *board independence*, dan skala dewan sebagai variabel independennya. Song, Nahm, dan Yang (2016) melakukan penelitian mengenai dampak lingkungan institusional dan struktur kepemilikan pada kinerja perusahaan tertutup China.

Delgado-Márquez, de Castro, dan Justo (2017) melakukan penelitian mengenai dampak direktur perempuan dan partisipasinya dalam penentuan keputusan terhadap kinerja perusahaan. Penelitian selanjutnya oleh Isnalita dan Narsa (2017) menggunakan variabel di luar tata kelola perusahaan yaitu mengenai dampak mengemukakan tanggung jawab sosial perusahaan serta loyalitas pelanggan pada kinerja perusahaan. Benkraiem, Hamrouni, Lakhel, dan Toumi (2017) melakukan penelitian mengenai skala dewan, direktur perempuan, dan diversitas *gender*. Flabbi, Piras, dan Abrahams (2017) juga melakukan penelitian serupa menggunakan saham yang dipegang oleh perempuan sebagai tambahan variabel independen. Vähämaa (2017) menguji tentang tata kelola perusahaan serta direktur perempuan kemudian menambahkan *growth*, *leverage*, dan skala perusahaan sebagai variabel kontrol.

Penelitian serupa oleh Lenard, Yu, York, dan Wu (2017) dengan independen skala dewan dan direktur perempuan serta *leverage* sebagai variabel kontrol. Kemudian peneliti menggunakan tingkat pengembalian aset menjadi pengukur kinerja perusahaan. Saleem, Rafiq, dan Yusaf (2017) melakukan penelitian yang sama dan menambahkan anggota perempuan sebagai variabel independen. Penelitian ini kemudian dilanjutkan oleh Garner, Kim, dan Yong Kim (2017) dengan variabel independen skala dewan, anggota perempuan, direktur perempuan, dan dewan perusahaan sebagai variabel independennya. Dewally, Flaherty, dan Tomasi (2017) melakukan penelitian serupa namun menambahkan kepemilikan manajerial menjadi variabel independen serta umur perusahaan menjadi variabel kontrol.

Altaf dan Shah (2018) juga meneliti di luar tata kelola perusahaan yaitu kualitas investor pada kinerja perusahaan. Penelitian selain tata kelola perusahaan oleh Buallay (2018) mengenai apakah pelaporan berkelanjutan mempengaruhi kinerja perusahaan dengan menggunakan sektor perbankan di perusahaan Eropa. Ginesti, Drago, Macchioni, dan Sannino (2018) melakukan penelitian mengenai dampak direktur perempuan dan skala dewan terhadap kinerja perusahaan dengan menambahkan skala perusahaan, *leverage*, laba perusahaan, dan tipe auditor sebagai variabel kontrol. Hasil pada penelitian ini adalah jika skala dewan masih tergolong kecil maka adanya keuntungan dari diversitas *gender* dewan hal ini

dapat disebabkan karena direktur perempuan lebih efektif dalam hal memperhatikan kegiatan dewan perusahaan. Srivastava, Das, dan Pattanayak (2018) menguji penelitian yang serupa menggunakan data-data perusahaan terdaftar India, hasil penelitian ini menyatakan bahwa adanya dampak positif direktur perempuan pada kinerja perusahaan apabila menggunakan tolak ukur tingkat pengembalian aset.

Kagzi dan Guha (2018) melakukan penelitian mengenai dampak indeks keanekaragaman *gender*, umur, masa jabatan, hingga edukasi dewan terhadap kinerja perusahaan. Penelitian selanjutnya oleh Chen, Blenman, Chen, dan Chen (2018) lebih menfokuskan pada struktur kepemilikan terutama kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan kemudian menggunakan struktur perusahaan, risiko pasar, dan risiko spesifik perusahaan sebagai variabel kontrol. Moreno-Gómez dan Calleja-Blanco (2018) melakukan penelitian mengenai dampak skala dewan, partisipasi perempuan, dan direktur perempuan terhadap kinerja perusahaan di perusahaan Colombia. Penelitian ini kemudian dilanjutkan oleh Hassan dan Marimuthu (2018) namun lebih mengarah ke diversitas antara muslim dan non-muslim di suatu perusahaan. Penelitian selanjutnya oleh Kagzi dan Guha (2018) menambahkan diversitas umur dewan perusahaan sebagai variabel independennya dan menggunakan data-data perusahaan di India.

2.3 Dampak Variabel Independen Terhadap Variabel Dependen

2.3.1 Dampak Direktur Perempuan Terhadap Kinerja Perusahaan

Menurut Dutta dan Bose (2006), diversitas pada saat rapat manajemen dapat mengacu pada kehadiran direktur perempuan yang merupakan aspek yang penting dari keanekaragaman dewan. Keanekaragaman gender dapat dipandang sebagai proses eksploitasi beragam keterampilan dan karakteristik dalam diri pria dan wanita yang dapat membawa manfaat bagi perusahaan, sehingga keragaman gender dapat membawa fungsi dewan yang akhirnya dapat mempengaruhi kinerja perusahaan (Julizaerma & Sori, 2012). Carter, D'Souza, Simkins, dan Simpson (2010) berpendapat bahwa keragaman yang lebih besar dapat meningkatkan independensi dewan karena perempuan memiliki lebih banyak kecenderungan untuk mengajukan pertanyaan yang tidak terpikirkan oleh direktur laki-laki.

Tetapi ada hubungan signifikan positif variabel direktur perempuan pada kinerja perusahaan dalam penemuan Campbell et al. (2009), Martín-Ugedo et al. (2014), Terjesen, Couto, dan Francisco (2016), dan Lückerath-Rovers et al. (2013). Perempuan mempunyai "perasaan" kognitif yang lebih berpusat pada kedamaian (Hurst, 1989) serta potensi dalam menyediakan penyaluran informasi (Earley & Mosakowski, 2000). Perempuan juga diduga "tangguh" disebabkan perempuan telah menghadapi banyak rintangan sebelum memegang kursi di dewan, yang memberi perusahaan keuntungan yang besar di lingkungan (Krishnan & Park, 2005). Selain itu, ada pula yang berpendapat bahwa keragaman gender akan mengarah pada meningkatkan kreativitas dan inovasi (Campbell & Minguez-Vera, 2008).

Meskipun demikian, tetap ada argumen berbeda seperti keragaman gender yang besar dapat menimbulkan konflik (Joshi, 2006; Richard, 2004), proses pengambilan keputusan yang lambat (Hambrick, 1996), dan ketidaksamaan dalam menghadapi risiko (Jianakoplos & Bemasek, 1998). Penelitian oleh Ernst dan Young (2009) berpendapat bahwa adanya diversitas yang besar pada kelompok dewan cenderung memiliki kinerja yang lebih baik, meskipun dewan direksi mempunyai kemampuan yang tinggi. Jacobs dan Acosta (2002) berpendapat bahwa keberagaman gender pada anggota dewan memungkinkan adanya kenaikan kualitas hasil rapat dan penyediaan pandangan yang lebih baik dalam penyampaian dan pengungkapan laporan perusahaan.

Pada penelitian Ming dan Hock Eam (2016) menunjukkan tidak ditemukannya hubungan signifikan dari variabel direktur perempuan pada kinerja perusahaan. Hasil sama juga ditunjukkan dalam penelitian Darmadi (2011), Isidro dan Sobral (2015), Julizaerma dan Sori, (2012), Marinova et al., (2016), dan Willows dan Van Der Linde (2016). Salah satu alasan dapat menjelaskan hasil ini, Bilimoria dan Piderit, (1994) menyatakan bahwa pada umumnya direktur perempuan berada di posisi atau situasi yang kurang menguntungkan dalam penugasannya, dimana direktur perempuan cenderung diberi tugas yang kurang memiliki dampak terhadap kinerja perusahaan.

Dampak signifikan negatif direktur perempuan pada kinerja perusahaan adalah temuan pada penelitian Adams et al. (2009), Arena et al., (2015), Darmadi

(2013), dan Farhan, Obaid, dan Azlan (2017). Menurut Adams et al. (2009), penjelasan yang mungkin bisa menjelaskan adanya hubungan negatif ini adalah jumlah direktur perempuan yang lebih tinggi di dewan dapat menyebabkan adanya pemantauan yang berlebihan. Darmadi (2013) juga menyebutkan bahwa hubungan negatif ini bisa disebabkan oleh konflik intra-kelompok, proses pengambilan keputusan yang lebih lambat, dan tanggapan yang berbeda terhadap risiko dari sudut pandang direktur perempuan.

2.3.2 Dampak Direktur Independen Terhadap Kinerja Perusahaan

Perkembangan yang relatif baru dalam perdebatan tentang independensi formal dewan adalah pengakuan bahwa model dewan *two-tier* yang disukai di beberapa negara menawarkan pemisahan yang lebih jelas dari tugas-tugas manajemen direktur eksekutif dari tugas pengawasan direktur pengawas (Yasser, Mamun, & Seamer, 2017). Menurut Cadbury (1995), model papan *two-tier* mewakili struktur dewan dimana yang pertama, model dewan *two-tier* terdiri dari dua lapisan organisasi yang memisahkan fungsi eksekutif dewan manajemen dari fungsi pemantauan dewan pengawas. Disarankan oleh Sheridan dan Kendall (1992) bahwa pemisahan formal dari dewan ini secara transparan mendefinisikan tanggung jawab dari direktur pelaksana eksekutif dan direktur pengawas independen. Dewan pengawas yang sepenuhnya terdiri dari direktur independen, memiliki pengawasan yang lebih independen daripada dewan manajemen yang sepenuhnya terdiri dari dewan eksekutif dan direktur pengelola (Pic, 1997). Dewan direktur pada system *two-tier* juga menyediakan pemisahan formal dari peran kepala eksekutif dan ketua (Demb & Neubauer, 1992).

Coles, Daniel, dan Naveen (2008) menunjukkan bahwa skala dewan yang besar cenderung memiliki banyak direktur independen, maka banyak penelitian menunjukkan bahwa adanya efek positif direktur independen pada dewan yang didominasi oleh direktur independen yang lebih mungkin melakukan tindakan yang terbaik untuk pemegang saham, dan dewan yang lebih independen meningkatkan kinerja melalui pemantauan manajemen yang lebih baik (Borokhovich, Parrino, & Trapani, 1996; Hermalin, 1998). Dampak signifikan positif direktur independen pada kinerja perusahaan ditemukan pada penelitian Fauzi *et al.* (2012). Menurut Fauzi dan Locke, (2012), memantau tindakan

manajer merupakan komponen penting untuk efektivitas manajemen, sehingga semakin banyak jumlah direktur independen semakin besar kemungkinan mereka untuk meningkatkan kewaspadaan dewan yang meminimalkan masalah keagenan dan meningkatkan kinerja perusahaan.

Hubungan tidak signifikan direktur independen pada kinerja perusahaan ditemukan pada penelitian Yasser *et al.* (2017). Berezinets *et al.* (2017) mengungkapkan banyaknya direktur independen yang tidak memenuhi persyaratan kode tata kelola perusahaan secara penuh, beberapa direktur independen diangkat sebagai anggota dewan hanya untuk memenuhi persyaratan suatu perusahaan berdiri, sehingga diperlukan lebih banyak upaya untuk meningkatkan independensi dewan yang sebenarnya, baik dari otoritas pengawas dan perusahaan, untuk menjauh dari dewan yang didominasi oleh orang dalam menuju independensi dewan yang lebih besar. Hubungan signifikan negatif ditemukan oleh Darmadi (2013), Gaur *et al.* (2015), dan Fauzi dan Locke (2012). Hubungan negatif ini disebabkan oleh adanya kemungkinan bahwa proporsi dewan yang lebih tinggi di dewan pengawas mengarah pada pemantauan berlebihan dan membatasi tindakan strategis perusahaan (Baysinger *et al.*, 1991). Gaur *et al.* (2015) berpendapat anggota dewan sendiri menganggap peran dewan penasihat lebih penting daripada dewan pengawas, sehingga dewan penasihat dianggap lebih baik untuk memahami konsekuensi kinerja dibandingkan dewan pengawas.

2.3.3 Dampak Skala Dewan Terhadap Kinerja Perusahaan

Dewan direksi dianggap sebagai lembaga untuk meminimalisir masalah keagenan pemegang saham dengan manajer (Drakos & Bekiris, 2010). Hal ini dikarenakan dewan direksi dianggap sebagai kelompok pengambil keputusan yang besar, dapat mempengaruhi efektivitas dewan dan proses pengambilan keputusan (Drakos & Bekiris, 2010). Lipton dan Lorsch (1992) berpendapat ukuran dewan ideal berkisar delapan atau sembilan direktur, sedangkan Jensen (1993) menunjukkan bahwa ukuran dewan tujuh atau delapan adalah optimal. Ukuran optimal dewan dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan telah sering menjadi perdebatan.

Para pendukung ukuran kecil skala dewan berpendapat dewan yang lebih kecil akan kohesif dan efektif dalam pengambilan keputusan (Jensen *et al.*, 1993), tidak memihak dalam evaluasi kinerja manajerial (Lipton *et al.*, 1992) dan lebih mudah untuk berkoordinasi tetapi sulit bagi CEO untuk mengendalikan (Haniffa & Hudaib, 2006). Meskipun bukti mengenai dampak antara skala dewan dengan kinerja perusahaan masih tidak meyakinkan, teori agensi menyatakan bahwa besarnya skala dewan dapat menambah biaya agensi serta adanya pengawasan perusahaan yang tidak semestinya (Kao *et al.*, 2018). Hubungan signifikan positif skala dewan pada kinerja perusahaan ditemukan pada penelitian Gaur *et al.* (2015). Hasil ini ditemukan juga oleh peneliti lain seperti Mishra dan Kapil (2017), Pukthuanthong, Walker, dan Thiengtham (2013), Sheikh, Wang, dan Khan (2013), dan Yasser, Mamun, dan Seamer (2017).

R. R. Bhatt *et al.* (2017) berpendapat bahwa hasil ini mungkin terjadi karena fakta bahwa direktur dengan skala besar memiliki kemampuan yang lebih mampu, sehingga meningkatkan proses pengambilan keputusan dan kinerja perusahaan. Hubungan signifikan negatif skala dewan pada kinerja perusahaan juga ditemukan pada penelitian Berezinets *et al.* (2017). Hasil ini ditemukan juga oleh peneliti lain seperti Arora dan Sharma (2016), Farhan *et al.* (2017), Joecks, Pull, dan Vetter (2013), Kao *et al.* (2018), dan Palaniappan (2017). Ujunwa *et al.* (2012) berpendapat bahwa ketika skala dewan perusahaan meningkat, semakin sedikit tingkat dampaknya terhadap kinerja keuangan perusahaan, ketika skala dewan bertambah hal ini akan mengurangi efisiensi dewan dalam memonitor manajemen dan menyediakan sumber daya manusia yang strategis untuk organisasi.

2.3.4 Dampak Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Perusahaan

Sifat kepemilikan suatu perusahaan adalah faktor penting dari struktur tata kelola dan berfungsi sebagai alat pemantauan tambahan pada aktivitas operasional sehingga mempengaruhi kinerja perusahaan (Arora & Sharma, 2016). Struktur kepemilikan perusahaan memiliki kemampuan untuk membentuk sistem tata kelola perusahaan di negara mana pun (Zhuang, 1999). Investor institusi dipandang sebagai mekanisme tata kelola yang penting (Shleifer & Vishny, 1997). Apabila saham yang investor miliki di perusahaan memiliki jumlah yang

signifikan, investor akan lebih mempunyai dorongan untuk memantau perilaku yang diperbuat oleh manajemen (Fama & Jensen, 1983). Investor institusi memiliki fungsi penting dalam menyamakan kemauan manajemen dan pemegang saham (Solomon, 2010). Oleh karena itu, kepemilikan institusional diharapkan mempunyai dampak positif dengan kinerja perusahaan.

Kao et al. (2018), Hamdan (2018), dan Terjesen et al. (2016) menemukan dampak signifikan positif pada penelitiannya. Admati et al. (1994) dan Shleifer et al. (1997) berujar bahwa investor institusional mempunyai dorongan yang kuat untuk mengurangi oportunistik manajerial dan mengendalikan eksploitasi manajer terhadap investor. Selain itu, Coffee (1991) dan Choi, Park, dan Yoo (2007) mengemukakan bahwa investor institusi dapat membantu direktur independen dalam pemantauan mereka dan dengan demikian berkontribusi terhadap kinerja perusahaan. Dampak tidak signifikan ditemukan pada penelitian Mohamed et al. (2013), Arora dan Sharma (2016), dan Mishra dan Kapil (2017). Coffee et al. (1991) menyatakan bahwa beberapa investor institusional kurang bertanggung jawab kepada "pemilik" perusahaan daripada manajemen perusahaan kepada pemegang saham mereka. Dikarenakan pemantauan oleh lembaga keuangan tidak selalu berarti adanya keuntungan bersih bagi pemegang saham, tetapi hanya dapat meningkatkan pemantauan pada lembaga keuangan dan masalah biaya agensi muncul di tingkat investor institusional. Hubungan signifikan negatif ditemukan pada penelitian Ali et al. (2018), Koh (2003), Pound (1988), Subramanian (2015). Pound (1988) berpendapat bahwa ditemukannya hubungan negatif dikarenakan kurangnya kerja sama yang strategis diantara investor institusional dan manajer perusahaan.

2.3.5 Dampak Kepemilikan Manajerial Terhadap Kinerja Perusahaan

Adanya konvergensi kepentingan pemilik dengan manajemen dengan tingginya kepemilikan manajerial, perusahaan harus bisa menurunkan biaya agensi sehingga adanya peningkatan kinerja dari perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Stulz (1988) berpendapat pada saat situasi dimana tingkat kepemilikan manajerial rendah, nilai perusahaan akan meningkat karena hak untuk mengontrol lebih secara formal dipegang oleh orang dalam. Sehingga orang dalam akan lebih terorganisir daripada pemegang saham yang tersebar dan akan mempunyai

kemungkinan besar untuk mendapatkan premi lebih tinggi dalam kasus pengambilalihan. Pada hasil penelitian Morck, Shleifer, dan Vishny (1988) dan Mcconnell dan Servaes (1990) ditemukannya dampak signifikan positif. Peningkatan kepemilikan oleh para manajer memaksa manajer untuk menanggung konsekuensi kekayaan dari keputusan manajemen, dan menghasilkan penyelarasan kepentingan yang lebih baik antara manajer dan kepentingan internal eksternal perusahaan (Faleye, 2007; Moon, Rao, & Bathala, 2013).

Namun hasil penelitian yang berbeda ditemukan oleh Sheikh *et al.* (2013) dimana ditemukannya hubungan signifikan negatif pada kepemilikan manajerial yang mungkin disebabkan manajer yang telah lama berada di perusahaan memiliki kemungkinan untuk menggunakan sumber daya perusahaan demi keuntungan pribadi yang secara negatif mempengaruhi kinerja yang lemah. Hubungan tidak signifikan kepemilikan manajerial pada kinerja perusahaan ditemukan pada penelitian Demsetz (1983), Sheikh *et al.*, (2013), dan Zhang dan Erasmus (2016). Kamardin (2014) berpendapat bahwa ada kemungkinan kepemilikan manajerial yang tinggi akan bertindak sebagai mekanisme yang efektif bagi manajer untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham namun tindakan pencegahan harus diambil karena kepemilikan manajerial tidak efektif dalam meningkatkan kinerja perusahaan di semua tingkat kepemilikan.

2.3.6 Dampak Kepemilikan Negara Terhadap Kinerja Perusahaan

Dampak kepemilikan negara pada kinerja perusahaan telah memotivasi banyak studi penelitian. Porta (1999) berpendapat bahwa tujuan pemerintahan untuk memiliki saham di perusahaan mungkin terkait dengan pencapaian politik daripada ekonomi. Di sisi lain, Eng dan Mak (2003) menyatakan bahwa kepemilikan negara dapat mengurangi informasi asimetris yang berasal dari informasi yang tidak sempurna tentang nilai perusahaan. Namun studi penelitian untuk hubungan antara kinerja perusahaan dan kepemilikan negara memiliki hasil yang beragam.

Hubungan signifikan positif antara dua variabel ini ditemukan pada penelitian Hess *et al.*, (2010), Rasli, Goh, dan Khan (2013), Rafiei dan Far (2014). Rafiei dan Far (2014) berpendapat bahwa apabila pemerintah memiliki saham dalam suatu perusahaan, pemerintah akan selalu melindungi perusahaan itu dan

mencoba untuk meningkatkan pengembalian sahamnya. Dalam literatur tentang tata kelola perusahaan, alasan untuk efek negatif dari kepemilikan negara terhadap kinerja perusahaan bahwa perusahaan milik negara memiliki kinerja yang lebih buruk di pasar yang kompetitif karena pemerintah lebih memilih tujuan sosial dan politik daripada memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Alipour *et al.*, 2013). Hubungan tidak signifikan kepemilikan negara pada kinerja perusahaan ditemukan pada penelitian Alipour (2013), Čerović (2014) dan Thi, Nhan, dan Ha (2016). Hasil tidak signifikan dapat disebabkan oleh adanya implikasi untuk negara-negara yang berada dalam tahap privatisasi, karena pemerintah dan organisasi publik mengejar tujuan politik dan sosial mereka alih-alih memperhatikan pemaksimalan kekayaan perusahaan (Shleifer & Vishny, 1997).

2.3.7 Dampak Konsentrasi Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan

Pemegang saham besar mempunyai kekuatan, kapasitas, dan motivasi finansial untuk memantau perusahaan (Shleifer dan Vishny, 1997). Demikian pula, Kling dan Gao (2008) berpendapat bahwas pemegang saham utama tidak efektif dalam melarang *tunneling* namun pemegang saham manajerial membantu mencegah *tunneling*. Bai, Liu, Lu, Song, dan Zhang (2004) berpendapat bahwa konsentrasi tinggi pemegang saham non-pengendali dan menerbitkan saham kepada investor asing secara positif mempengaruhi penilaian pasar. Selain itu, peneliti menemukan nilai perusahaan yang lebih tinggi dikaitkan pada konsentrasi kepemilikan lebih besar antara pemegang saham lainnya, karena aspirasi untuk menggali sumber daya dari perusahaan untuk keuntungan pribadi adalah penentu utama dari nilai perusahaan. Dengan demikian memperkuat langkah-langkah perlindungan investor dapat menghasilkan distribusi kekayaan kepada pemegang saham luar dari pemegang saham pengendali (Albuquerque & Wang, 2008).

Dampak signifikan positif ditemukan pada penelitian Hamdan (2018), Darmadi (2013), dan Sheikh *et al.* (2013). Gomes (2014), Heugens dan Essen (2009) berpendapat jika tidak adanya mekanisme pemantauan eksternal atau mekanisme kelembagaan, para pemegang saham dipaksa untuk masuk dan melibatkan diri mereka dalam mekanisme pemantauan, dan pemantauan akan efektif ketika adanya konsentrasi kepemilikan. Namun menurut Fama dan Jensen (1983) kepemilikan manajerial atas saham dalam suatu perusahaan menghasilkan

dua kekuatan yang saling bertentangan pada perilaku manajemen, yaitu konvergensi bunga yang efektif dan daya beli yang efektif sehingga saham pada manajemen yang lebih lama berada di perusahaan akan menghambat manajemen lain untuk mengatur perusahaan. Dampak tidak signifikan ditemukan pada penelitian Mohamed *et al.* (2013), Jiang *et al.* (2009), dan Altaf dan Shah (2018). Fama *et al.* (1983) mengemukakan kelemahan penting dari kepemilikan yang tersebar adalah bahwa pemilik yang tersebar kekurangan sarana dan motif untuk mengatasi masalah agensi manajerial. Kepemilikan terkonsentrasi memberi pemilik insentif yang lebih kuat untuk terlibat dalam tata kelola, serta sarana untuk memengaruhi para manajer melalui strategi akses langsung dan ancaman menggunakan hak pilih mereka yang terkonsentrasi (David, Bloom, & Hillman, 2007).

2.4 Variabel Kontrol

2.4.1 Leverage

Perusahaan dengan utang sebagai ukuran risiko harus memenuhi biaya bunga dan kemungkinan gagal bayar yang dapat berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan (Chahine & Filatotchev, 2011). *Leverage* harus dapat dikendalikan oleh perusahaan karena dapat meningkatkan nilai dari perusahaan (Outa & Waweru, 2016). Karena itu penelitian ini mempertimbangkan *leverage* sebagai salah satu variabel kontrolnya. Hubungan signifikan positif ditemukan Buallay (2018), Haji dan Ghazali (2018), Mishra dan Kapil (2017), Nguyen, Evans, dan Lu (2017), Mohamed, Basuony, dan Badawi (2013), Salim dan Yadav (2012), dan Sheikh *et al.* (2013).

Hubungan signifikan negatif ditemukan Berezinets *et al.* (2017), Farhan *et al.* (2017), Outa dan Waweru (2016), Wahyudin dan Solikhah (2017), dan Arora dan Sharma (2016). Mcconnell dan Servaes, (1995) menduga bahwa kinerja perusahaan memiliki dampak positif untuk perusahaan yang memiliki sedikit peluang pertumbuhan, sementara *leverage* berkorelasi negatif untuk perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan tinggi. Demsetz (2001) berpendapat dampak negatif kedua variabel ini disebabkan oleh inflasi relatif antara masa sekarang dan masa pada saat perusahaan mengeluarkan banyak hutang.

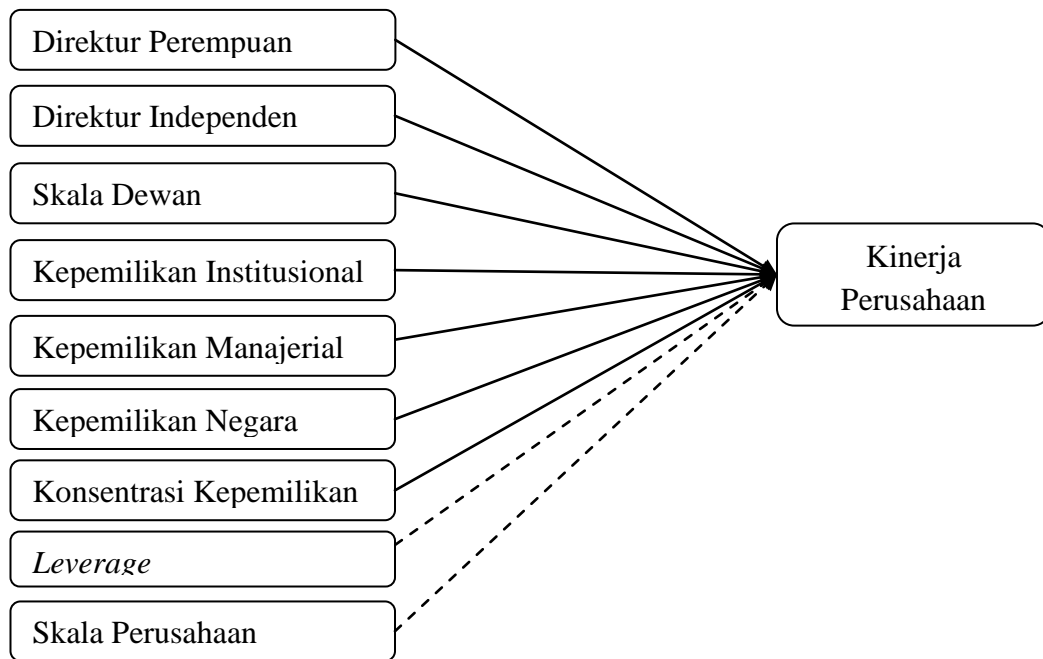
2.4.2 Skala Perusahaan

Perusahaan-perusahaan bervariasi dalam struktur modal perusahaan, komposisi aset, persyaratan pengungkapan, dan industri di mana perusahaan beroperasi (Ali *et al.*, 2018). Pada rata-rata, perusahaan besar mempunyai kinerja yang lebih baik karena perusahaan mampu mendiversifikasi risiko perusahaan (Ghosh & Woolridge, 1988). Lebih jauh lagi, perusahaan memiliki lebih banyak analis yang mengikuti kinerja perusahaan dan dengan demikian akan berada di bawah tekanan yang lebih untuk melakukan dengan baik (Haniffa & Hudaib, 2006). Di sisi lain, perusahaan yang lebih kecil lebih kreatif, inovatif, dan berubah lebih mudah untuk meningkatkan nilai perusahaan (Hannan & Freeman, 1989).

Menurut Wahyudin dan Solikhah (2017) ukuran perusahaan mempengaruhi secara positif kinerja akuntansi dan pasar. Karena itu, penelitian ini mempertimbangkan skala perusahaan sebagai salah satu variabel kontrol. Hubungan signifikan positif ditemukan juga oleh Arena *et al.* (2015), Belkhir *et al.* (2009), Bhatt dan Bhattacharya (2017), Darko, Aribi, dan Uzonwanne (2016), Lückerath-Rovers *et al.* (2013), dan Sheikh *et al.* (2013). Hubungan signifikan negatif skala perusahaan dan kinerja perusahaan ditemukan oleh Belkhir *et al.* (2009), Bhatt, P. dan Bhatt, R. (2017), Farhan *et al.* (2017), Hamdan (2018), Lam dan Lee (2012), Martín-Ugedo *et al.* (2014), Mishra dan Kapil (2017), Outa dan Waweru (2016), dan Rouyer *et al.* (2016).

2.5 Model Penelitian

Model penelitian pada gambar 2.1 adalah model yang digunakan pada penelitian ini. Variabel dependen yang dipakai merupakan kinerja perusahaan. Variabel independen yang dipakai adalah direktur perempuan, direktur independen, skala dewan, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kepemilikan negara, dan konsentrasi kepemilikan. Variabel kontrol yang dipakai adalah *leverage* dan skala perusahaan.



Gambar 2.1 Perkiraan efek non-linear pengaruh karakteristik papan dan struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan, sumber: Peneliti (2019).

2.6 Perumusan Hipotesis

Berdasarkan kerangka model di atas maka hipotesis untuk penelitian ini adalah:

- H₁: Direktur perempuan berdampak signifikan negatif pada kinerja perusahaan.
- H₂: Dewan independen berdampak signifikan positif pada kinerja perusahaan.
- H₃: Skala dewan berdampak signifikan negatif pada kinerja perusahaan.
- H₄: Kepemilikan institusional berdampak signifikan positif pada kinerja perusahaan.
- H₅: Kepemilikan manajerial berdampak signifikan negatif pada kinerja perusahaan.
- H₆: Kepemilikan negara berdampak signifikan positif pada kinerja perusahaan.
- H₇: Konsentrasi kepemilikan berdampak signifikan positif pada kinerja perusahaan.