

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 Landasan Teori

2.1.1 *Agency Theory*

Teori agensi (*Agency Theory*) melihat bagaimana kontrak dan insentif dapat ditulis untuk memotivasi individu-individu dalam mencapai keselarasan tujuan (Anthony dan Govindarajan, 2012). Hubungan agensi terjadi ketika salah satu pihak (prinsipal) menyewa pihak lain (agen) untuk melaksanakan suatu jasa dan memberikan wewenang tersebut kepada agen. Pemegang saham merupakan prinsipal dan CEO adalah agen mereka. Teori agensi mengasumsikan bahwa semua individu akan bertindak sesuai dengan kepentingan mereka sendiri. Agen akan menerima kepuasan tidak hanya dari kompensasi keuangan tetapi juga terdapat tambahan suatu agensi seperti waktu luang, kondisi kerja yang menarik, keanggotaan klub dan jam kerja yang fleksibel.

Prinsipal (yaitu, pemegang saham), hanya akan tertarik pada pengembalian keuangan yang diperoleh dari investasi mereka. Disatu sisi, agen dan prinsipal juga berbeda dalam preferensi risiko. Agen biasanya memiliki sebagian besar kekayaan mereka yang terhubung dengan kekayaan perusahaan. Disisi lain, saham perusahaan dipegang oleh banyak pemilik yang mengurangi tingkat risiko mereka

dengan cara mendiversifikasi kekayaan mereka dan memiliki saham di banyak perusahaan.

Perbedaan terjadi saat prinsipal tidak dengan mudah memantau tindakan agen.

Karena prinsipal tidak memiliki informasi yang mencukupi mengenai kinerja agen, prinsipal tidak perlu memastikan usaha agen pada hasil aktual perusahaan.

Situasi ini disebut asimetri informasi. Asimetri ini dapat berupa berbagai bentuk.

Hanya agen yang tahu mengenai tugas dibandingkan dengan prinsipal. Tambahan informasi yang dimiliki agen disebut dengan informasi pribadi.

Perbedaan antara prinsipal dan agen dan informasi pribadi agen, dapat menyebabkan agen tersebut salah menyajikan informasi kepada prinsipal. Salah informasi ini dapat menyebabkan bahaya moral atas situasi di mana seorang agen termotivasi untuk salah menyajikan informasi karena sistem pengendalian.

Penggunaan dana untuk investasi menjadikan konflik antara agen dan prinsipal.

Agen ingin mendapatkan kompensasi atas laba perusahaan. Sedangkan prinsipal lebih memilih pembagian dividen dan agio saham yang besar dibandingkan dengan investasi perusahaan.

2.1.2 IOS

Nilai pasar suatu perusahaan dicatat dengan NPV dan IOS. IOS mencerminkan investasi masa depan yang diharapkan dapat menghasilkan tingkat pengembalian yang melebihi *opportunity cost of capital*. IOS (*Investment Opportunity Set*) atau set kesempatan investasi adalah nilai sekarang dari berbagai macam pilihan perusahaan untuk berinvestasi di masa yang akan datang. (Myers, 1977) Proksi ini

diklasifikasikan dalam empat tipe (Adam dan Goyal, 2007; Hutchinson, 2002), yaitu:

a. Market-to-Book Assets Ratio

Market to book assets (MBVA) atau rasio MBA, atau ukuran terkait tobin's q , adalah proksi yang paling umum digunakan untuk IOS. Nilai buku aset adalah proksi untuk nilai *assets in place* dan nilai pasar aset adalah proksi untuk *assets in place* dan peluang investasi. Oleh karena itu, MBVA yang tinggi dapat menunjukkan bahwa perusahaan memiliki banyak peluang investasi terhadap asetnya. Meskipun secara teoritis, MBVA memiliki kekurangan sebagai proksi dari investasi yang akan datang. Pertama, nilai pasar aset membutuhkan estimasi nilai pasar utang. Karena utang sering diperdagangkan secara terbuka. Kedua, nilai buku aktiva tidak tentu sama dengan nilai pergantian aset. Ketiga, MBVA (atau tobin's q) juga digunakan sebagai proksi untuk banyak variabel lain seperti kinerja perusahaan, aset tak berwujud, kualitas manajemen, masalah agensi, dan nilai perusahaan.

b. Market-to-Book Equity Ratio

Proksi IOS yang lain adalah MBVE (rasio MBE). Nilai pasar ekuitas mengukur nilai tunai dari seluruh arus kas masa depan kepada pemegang saham, baik dari *assets in place* dan peluang investasi yang akan datang, sedangkan nilai buku ekuitas merupakan nilai akumulasi yang dihasilkan dari aset yang ada saja. Oleh karena itu, MBVE mengukur campuran arus kas dari *assets in place* dan peluang investasi di masa depan. Keuntungan MBVE terhadap MBVA adalah pembangunannya tidak membutuhkan informasi nilai pasar utang dan estimasi penggantian nilai. Namun, seperti MBVA, proksi rasio MBVE mempunyai

variabel lain juga, seperti kinerja perusahaan. Kekurangan lainnya, MBVE dapat dipengaruhi oleh *leverage*. Sedangkan, struktur modal sendiri merupakan fungsi dari peluang investasi. Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan rendah memilih lebih utang dalam struktur modal dan berakibat pada MBVE perusahaan tersebut menjadi tinggi. Akhirnya, perusahaan dengan nilai ekuitas negatif harus dihilangkan karena rasio MBVE negatif tidak mengukur investasi.

c. Earning Price Ratio

Proksi ketiga adalah Earning-price Ratio (PER). PER menunjukkan bahwa proporsi yang lebih besar dari nilai ekuitas disebabkan *assets in place* bernilai relatif terhadap peluang pertumbuhan. Artinya, proksi pendapatan saat arus kas di terima pada *assets in place*. Sedangkan, nilai pasar sebuah perusahaan mengasumsikan bahwa proksi pendapatan adalah arus kas dari *assets in place* dan peluang investasi di masa depan. Keuntungan dari rasio ini, seperti MBVE, yaitu tidak bergantung pada nilai pasar utang yang biasanya tidak diamati.

Kerugiannya, PER bukan merupakan ukuran yang berarti bagi perusahaan yang melaporkan nol atau laba negatif. Selain itu PER memiliki banyak penafsiran sebagai indikator pertumbuhan laba, ukuran risiko, atau sebagai tingkat kapitalisasi laba. Akhirnya, PER juga dipengaruhi oleh *leverage*. PER yang lebih rendah tidak selalu menunjukkan perusahaan memiliki peluang investasi yang baik karena pendapatan kadang-kadang menyimpang dari nilai-nilai jangka panjang yang diharapkan oleh perusahaan.

d. Capital-Expenditure-to-Net-Plant-Property-and Equipment Ratio

Proksi keempat pada peluang investasi adalah rasio CAPX/PPE. Variabel ini menjelaskan bahwa belanja modal sebagian besar diskresioner dan mengarah pada

peluang investasi yang baru. Misalnya, dengan mengembangkan mineral cadangan, perusahaan memilih untuk mengekstrak logam. Perusahaan yang berinvestasi lebih memperoleh lebih banyak peluang investasi terhadap aset yang ada dibandingkan dengan perusahaan yang berinvestasi rendah.

Keempat proksi variabel memiliki keunggulan khusus dan kekurangan. Meskipun banyak perdebatan tentang proksi IOS, pada penelitian ini, penulis hanya menggunakan MBVA karena MBVA yang tinggi dapat menunjukkan bahwa perusahaan memiliki banyak peluang investasi terhadap asetnya.

2.1.3 Struktur Dewan

Anthony dan Govindarajan (2012) menyatakan bahwa organisasi dipimpin oleh satu hierarki manajer, Chief Executive Officer (CEO) pada posisi puncak dan para manajer unit bisnis, departemen, bagian (*section*), dan subunit lainnya berada dibawah CEO dalam bagan organisasi. Kompleksitas suatu organisasi menentukan jumlah lapisan dalam suatu hierarki. Seluruh manajer, selain CEO merupakan atasan dan bawahan sekaligus; mereka mengawasi kinerja orang – orang yang ada di dalam unitnya, dan mereka diawasi oleh manajer kepada siapa mereka melapor.

Struktur dewan terdiri dari dua, yaitu direktur eksekutif (dewan direksi) dan direktur non eksekutif (dewan komisaris) (Vinthila dan Ghergina, 2013). Dewan komisaris adalah struktur dewan yang berasal dari luar perusahaan. Struktur dewan komisaris diangkat sebagai dewan direksi yang ditunjuk oleh CEO saat ini. Dengan mempertimbangkan struktur dewan, maka kombinasi ini akan lebih memudahkan kinerja perusahaan. Beberapa perusahaan melihat bahwa dewan

direksi tidak berhubungan positif dengan kinerja perusahaan karena lebih memanipulasi kinerja perusahaan untuk mendapatkan kompensasi, terutama teori agensi yang menangkap hubungan kinerja pada struktur dewan direksi. Oleh karena itu, dewan komisaris dipercaya dapat mewakili para pemegang saham saat menjalankan perusahaan dengan keputusan strategis yang dibuat (Dalton, et al, 1998). Selain itu, dewan komisaris dapat mengurangi risiko kecurangan yang dilakukan pihak manajemen (Skousen dan Wright, 2008).

Di Indonesia, pedoman *Good Corporate Governance* dalam peraturan Bapepam-LK adalah Emiten atau Perusahaan Publik wajib memiliki sekurang-kurangnya satu orang komisaris independen sedangkan Bursa efek Indonesia mewajibkan sekurang-kurangnya 30% dari Dewan Komisaris adalah Komisaris Independen (Purwanti, et al, 2010). Kriteria Komisaris Independen secara rinci diatur dalam peraturan Bapepam-LK yaitu:

- a. Bearasal dari luar Emiten atau Perusahaan Publik
- b. Tidak mempunyai saham Emiten atau Perusahaan Publik baik langsung maupun tidak langsung
- c. Tidak mempunyai hubungan Afiliasi dengan Komisaris, Direksi dan Pemegang Saham Utama Emiten atau Perusahaan Publik

Tidak mempunyai hubungan usaha dengan Emiten atau Perusahaan Publik baik langsung maupun tidak langsung.

2.1.4 Kinerja Perusahaan

Sistem ukuran kinerja digunakan untuk mengimplementasikan strategi. Dalam menetapkan sistem ini, manajemen senior biasanya memilih ukuran-ukuran yang

paling mewakili strategi perusahaan. Ukuran-ukuran tersebut dapat dilihat sebagai faktor keberhasilan penting (*critical success factor*) masa kini dan masa depan. Jika ukuran-ukuran ini membaik, berarti perusahaan telah mengimplementasikan strateginya dengan tepat. Sistem ukuran kinerja hanyalah suatu mekanisme yang memperbaiki kemungkinan bahwa organisasi tersebut akan mengimplementasikan strateginya hingga berhasil (Anthony dan Govindarajan, 2012).

Dalton, et al (1998) menyatakan kinerja perusahaan tidak cukup dilihat dari kinerja keuangan. Indikator yang harus dipakai yaitu indikator keuangan dan berbasis pasar, serta keduanya. Indikator keuangan berbasis nilai buku yang artinya nilai aset perusahaan yang dicatat pada saat harga perolehan dan dikurangi setiap tahun dengan depresiasi (Wolk, Dodd, Tearney, 2004; Subramanyam dan Wild, 2013). Ukuran akuntansi keuangan dikritik karena tindakan tersebut rentan akan manipulasi, mengecilkan nilai asset, distorsi atas kebijakan penyusutan, penilaian persediaan dan pendapatan, perbedaan metode konsolidasi, serta kurangnya standar secara internasional. Sedangkan nilai pasar adalah Nilai pasar adalah nilai saat harga barang/surat berharga dinilai dengan harga pasar. Harga pasar terjadi ketika barang/surat berharga tersebut dapat dijual atau dibeli dan ditentukan dengan penjualan terakhir.

Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan nilai akuntansi ROE serta TSR. ROE berfungsi sebagai acuan dalam menilai ekuitas perusahaan (merekpresentasikan nilai keuangan). Dan TSR merefleksikan keuntungan dan kerugian saham (berbasis nilai pasar) yang akan diterima investor pada tahun tertentu (Antle dan Smith, 1986; Bloom dan Milkovich, 1998).

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu dilakukan oleh Muniandy, Hillier, dan Naidu (2010), Evana (2009), Chen (2002), Hutchinson (2002), dan Adam dan Goyal (2008).

Ringkasan penelitian dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 2.1

Ringkasan Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel yang Digunakan	Hasil Penelitian
1.	Muniandy, Hillier, dan Naidu (2010)	<i>Internal Corporate Governance, Investment Opportunity Set and Firm Performance in South Africa</i>	Variabel Dependen: Kinerja Perusahaan (ROA dan ROE) Variabel Independen: IOS (MBVE), <i>internal governance</i> Variabel Kontrol: Ukuran Perusahaan (FSize) Leverage (LEV) Corporate Governance (IND-dummy variable)	IOS dan kinerja perusahaan berhubungan negatif terhadap proporsi struktur dewan komisaris, IOS dan kinerja perusahaan berhubungan negatif terhadap proporsi struktur dewan komisaris dalam audit committee, IOS dan kinerja perusahaan berhubungan negatif terhadap struktur ketua dewan direksi
2.	Evana (2009)	Analisis Hubungan <i>Investment Opportunity Set</i> (IOS) Berdasarkan Nilai Pasar dan Nilai Buku dengan Realisasi Pertumbuhan	Variabel dependen: pertumbuhan perusahaan (aktiva, ekuitas, penjualan, dan laba) Variabel independen: nilai pasar IOS (MVE/BVE), nilai buku per lembar saham	Terdapat perbedaan signifikan antara nilai pasar dan nilai buku saham yang menunjukkan pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan aktiva, ekuitas, dan penjualan berkorelasi positif dan pertumbuhan laba tidak berkorelasi positif

3.	Chen (2002)	<i>The Influence of Capital Structure on company Value with different Growth Opportunities</i>	P/E ratio, Tobin's Q, <i>Pre-tax profit margin, tax rate, total capital expenditure, total current liabilities, total long term debt, dan total assets</i>	Tobin's Q dan <i>leverage</i> berhubungan negatif untuk perusahaan yang tinggi pertumbuhannya dan positif untuk perusahaan yang rendah pertumbuhannya
4.	Hutchinson (2002)	<i>An Analysis of the Association Between Firm's Investment Opportunities, Board Composition, and Firm Performance</i>	Variabel dependen: Struktur dewan dan kinerja perusahaan (ROE, EPS, TSR) Variabel independen: IOS (MBVA, MBVE, PPEMVA) Variabel Kontrol: persentase kepemilikan saham <i>executive directors</i> , ukuran perusahaan, dan kebijakan hutang	IOS berkorelasi positif terhadap kinerja perusahaan dan berkorelasi negatif terhadap ukuran perusahaan, kepemilikan saham dewan komisaris, dan proporsi struktur dewan komisaris. IOS dan proporsi NEDs secara signifikan berkorelasi positif terhadap kinerja perusahaan.
5.	Adam dan Goyal (2008)	<i>The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables</i>	IOS (MBA, MBE, EPR, CAPX/PE)	MBA merupakan informasi yang terpenting terhadap peluang investasi. Sedangkan MBE dan EPR terkait dengan peluang investasi tidak berisi informasi penting seperti MBA

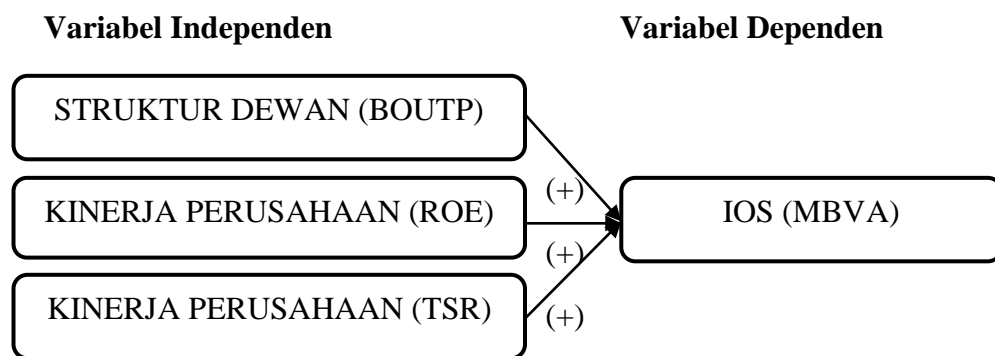
Sumber: berbagai literatur pendukung penelitian

2.3 Model Penelitian

Model penelitian ini menggunakan variabel independen dan variabel dependen. Variabel independen adalah struktur dewan dan kinerja perusahaan sementara variabel dependen menggunakan IOS (MBVA). Model penelitian ini adalah proporsi dewan komisaris (BOUTP) berpengaruh positif terhadap IOS (MBVA) (Smith dan Watts, 1992; Skousen dan Wright, 2008; Vafeas, 2000). Penelitian yang dilakukan Smith dan Watts (1992) menunjukkan bahwa terdapat hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan kompensasi dimana peningkatan pertumbuhan perusahaan dilakukan hanya untuk mendapatkan kompensasi tanpa kontrol yang baik dari pihak investor. Skousen dan Wright (2008) menambahkan jika perusahaan membutuhkan dewan komisaris untuk mengawasi pihak manajemen. Dan, Vafeas (2000) menjelaskan bahwa komisaris independen dapat menghasilkan pendapatan perusahaan yang dianggap lebih informatif oleh pelaku pasar.

Kinerja perusahaan berdasarkan nilai buku (ROE) dan nilai pasar (TSR) berpengaruh positif terhadap IOS (MBVA) (Antle dan Smith, 1986; Bloom dan Milkovich, 1998; Dalton, et al, 1998). Kinerja perusahaan tidak cukup hanya dilihat dari aspek keuangan saja, tetapi kinerja perusahaan harus berbasis pasar, atau keduanya (Dalton, et al, 1998). Di lain pihak, hasil dari kompensasi yang diterima pihak manajemen dan kinerja perusahaan merupakan *agency theory* yang saling berhubungan. Dewan direksi akan menggunakan saham untuk meyakinkan pihak investor bahwa kinerja yang mereka lakukan sesuai dengan kompensasi yang mereka terima. Selain itu, dewan direksi juga akan menyajikan laporan keuangan yang baik dengan peningkatan aset dan modal perusahaan.

Kemudian, dewan direksi akan menyajikan peningkatan output yang melebihi target yang ditentukan oleh perusahaan (Antle dan Smith, 1986). Dalam jangka panjang, risiko yang lebih tinggi pula dihadapi perusahaan atas kinerjanya jika perusahaan tidak memberikan kompensasi yang sesuai terhadap pihak manajemen (Bloom dan Milkovich, 1998). Oleh karena itu, kinerja perusahaan yang diproyeksikan oleh ROE dan TSR dianggap mampu menunjukkan nilai perusahaan berdasarkan nilai keuangan (nilai buku) dan nilai pasar.



2.4 Pengembangan Hipotesis

2.4.1 Pengaruh Proporsi Struktur Dewan Komisaris dan IOS

Perusahaan tumbuh memiliki kompensasi yang lebih tinggi dan saham yang baik. Dalam hal ini *agency cost* memegang peranan dalam peningkatan kompensasi yang akan diterima oleh manager. Informasi penting akan semakin digali untuk meningkatkan nilai dari struktur dewan, termasuk dewan direksi dan dewan komisaris. Karena insentif yang diterima oleh dewan komisaris tinggi, maka pertumbuhan perusahaan melalui investasi akan semakin tinggi pula (Skousen, 2006; Smith dan Watts, 1992; Vafeas, 2000).

H₁ : Proporsi dewan komisaris independen berpengaruh positif terhadap IOS

2.4.2 Pengaruh IOS dan Kinerja Perusahaan Berdasarkan Nilai Buku

Kinerja perusahaan tidak terlepas dari campur tangan pihak manajemen. Dewan eksekutif akan bekerja sesuai dengan target yang telah ditetapkan oleh perusahaan. Nilai keuangan (nilai buku) merupakan alat analisis pertama karena nilai buku menggambarkan nilai riil perusahaan. Walaupun terdapat campur tangan pihak manajemen seperti mempercantik laba, akan tetapi nilai buku tetap menjadi acuan utama perusahaan dalam pengukuran perusahaan karena lebih reliabel. (Bloom dan Milkovich, 1998; Lippert, 1996; Smith dan Watts, 1992)

H₂ : Kinerja perusahaan berdasarkan nilai buku berpengaruh positif terhadap IOS

2.4.3 Pengaruh IOS dan Kinerja Perusahaan Berdasarkan Nilai Pasar

Gomez-Meijia, et al. (1997) dalam Hutchinson (2002) menyatakan bahwa terdapat banyak faktor untuk menganalisis kinerja perusahaan. Perusahaan yang mempunyai kinerja baik tidak hanya dilihat dari sisi keuangan saja. Tetapi, pengukuran kinerja perusahaan harus dilihat dari nilai pasar. Penelitian ini akan melihat sejauh mana kinerja perusahaan terhadap nilai pasar (Antle dan Smith, 1986; Bloom dan Milkovich, 1998).

H₃ : Kinerja perusahaan berdasarkan nilai pasar berpengaruh positif terhadap IOS