

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

Dalam bab ini membahas mengenai tinjauan pustaka penelitian yang berisikan teori-teori yang berhubungan antara variabel-variabel penelitian. Guna dari pembahasan ini antara lain untuk menjelaskan kerangka berfikir yang dibangun oleh peneliti agar memiliki landasan yang kuat dan berdasar, selain itu tinjauan pustaka berguna untuk menjelaskan fenomena yang terjadi dari hasil penelitian dan sebagai alat kontrol agar apa yang dihasilkan tidak menyimpang jauh dari standar pemikiran teori yang dipakai.

Jika hasil penelitian itu anomali maka tinjauan pustaka juga bisa menjelaskan faktor-faktor diluar lingkup pembahasan teori dasar yang dapat dirujuk dari hasil empiris penelitian sebelumnya. Teori yang akan menjadi dasar penelitian ini seputar teori keagenan (*agency theory*), teori sinyal (*signalling theory*).

2.1.Landasan Teori

2.1.1 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Toeri keagenan disebut sebagai teori yang mendasari dalam berorganisasi namun kontroversial. Jensen & Mecling (1976) memperkenalkan teori keagenan pertama kali dalam artikel yang dimuat di *Journal of Financial Economics*. Teori ini banyak sekali digunakan untuk mejelaskan hubungan antara prinsipal (*shareholder or investor*) dengan manajer (*agent*). Hubungan antara prinsipal dengan manajer dalam kenyataannya sering tidak sejalan, dimana prinsipal kurang informasi (*asymmetry information*) mengenai apa yang dilakukan manajer dalam pengelolaan perusahaan, sehingga menyebabkan kerugian di pihak prinsipal (Fama & Jensen, 1983).

Teori keagenan ini menjelaskan bahwa biaya keagenan ditanggung oleh pemilik perusahaan karena sikap dari manajer yang bertindak sendiri dalam setiap kesempatan tanpa memikirkan aturan yang berlaku. Untuk menghindari kerugian di pihak pemilik maka pemilik menciptakan sistem kontrol dengan mengurangi manfaat yang diperoleh oleh manajer agar sumber daya perusahaan digunakan secara optimal. Jensen & Meckling (1976) menjelaskan mengenai 3 hal yang

mengacu pada perkembangan terbaru, yaitu : 1) hak milik; 2) keagenan; dan 3) keuangan yang berhubungan dengan teori struktur kepemilikan perusahaan.

Mengenai hak milik harus dijelaskan secara eksplisit maupun implisit antara manajer dengan pemilik (*shareholder*) di awal dengan suatu perjanjian/kontrak yang ditentukan dari awal, seberapa kewenangan yang dimiliki manajer dalam mengelola perusahaan tersebut dan apa saja kewajiban yang harus dilakukan sehingga perilaku manajer tidak *opportunistic* yang hanya memanfaatkan situasi demi kepentingan semata dan tidak mengindahkan aturan/perjanjian yang berlaku.

Hubungannya pada teori keagenan antara pihak *principal* dan manajer yaitu adanya kontrak antara *principal* dengan satu atau beberapa agen/manajer yang mendapatkan pendelegasian wewenang seperti pengambilan keputusan dari *principal* untuk kepentingan mereka. Prinsip kedua pihak adalah memaksimalkan keuntungan sesuai dengan tujuan masing-masing maka bisa terjadi peluang yang menyatakan agen tidak selalu melakukan tindakan untuk keperluan maksimal dari *principal* (Jensen & Meckling, 1976). Untuk mengatasi hal tersebut prinsipal melakukan pemantauan sehingga membatasi wewenang agen agar tidak bertindak yang merugikan prinsipal. Biaya pemantauan akan terjadi sebagai dampak dari seorang manajer tidak bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Jika sistem pengawasan berlaku dalam organisasi berjalan dengan baik dan pemegang saham juga puas dengan kinerja manajemen maka mereka akan memberikan intensif kepada manajer karena telah mengambil tindakan yang selaras dengan kepentingan pihak pemegang saham/prinsipal.

Kaitan teori keagenan dengan penelitian ini yaitu berkaitan dengan *corporate governance* pada suatu perusahaan. Pada dasarnya teori keagenan menjelaskan mengenai hubungan manajer perusahaan yang bersifat kontrak dengan *principal*. Perilaku yang dikeluarkan antar manajer dan *principal* memiliki perbedaan yang menimbulkan konflik keagenan. Konflik keagenan bermula saat ditemukannya pemisah antara kepemilikan dengan pengendalian perusahaan yang sering terjadi karena kurangnya informasi yang dilakukan oleh pihak prinsipal sehingga pihak investor beranggapan mengalami kerugian serta adanya perbedaan kepentingan (Fama & Jensen, 1983). Dalam hal tersebut variabel struktur kepemilikan yang

diproyeksikan dengan struktur kepemilikan asing dapat berperan aktif dalam mengurangi konflik antar manajemen dan investor.

Dalam struktur kepemilikan perusahaan melibatkan semua stakeholder yang terlibat pada perusahaan seperti manajer, pemegang saham, investor, kreditor, supplier, pemasok, karyawan, pengguna jasa/barang. Semuanya terlibat dalam hubungan kontraktual dalam suatu perusahaan yang tidak lepas dari biaya agensi dan biaya pemantauan. Seluruh aktivitas mulai dari pihak-pihak yang terlibat dari proses *input*, proses sampai dengan *output* yang dihasilkan semua terkait dalam satu struktur perusahaan.

Variabel dewan komisaris juga berkaitan dengan jalannya teori *agency*. Peran dewan komisaris sendiri yaitu melakukan kontrol atas kinerja dewan direksi agar sejalan dengan kepentingan pemegang saham dengan tujuan dapat meminimalisir konflik *agency* yang muncul dari pihak dewan direksi dengan pihak pemegang saham (Wardhani, 2006). Dewan komisaris merupakan pihak internal utama yang ditugaskan untuk mengawasi serta mengendalikan sikap oportunistik antar manajemen dengan pemegang saham. Penilaian keberhasilan dewan komisaris tentunya berhubungan langsung oleh total besaran ukuran dewan komisaris yang dimana dengan adanya ukuran dewan komisaris maka dapat memberikan penilaian seberapa efektif kinerja manajemen perusahaan dalam bertanggung jawab atas pemegang saham.

Kesimpulannya dari teori keagenan adalah menawarkan pengetahuan unik tentang sistem informasi, ketidakpastian hasil, risiko dan intensif, serta merupakan perspektif yang *valid* secara empiris, apalagi digabungkan dengan perspektif yang memenuhi satu sama lainnya. Saran utama adalah memasukkan perspektif dari agensi dalam riset tentang permasalahan yang banyak dijumpai dalam struktur korporasi/ perusahaan (Eisenhardt, 1989).

2.1.2 Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori sinyal disebut sebagai teori yang menjelaskan bahwa sinyal sangat diperlukan untuk *stakeholder* di luar perusahaan untuk mengetahui informasi terkini yang berkaitan dengan rencana investasi yang akan dilakukan. Teori ini dipelopori oleh Spence tahun 1973. Spence dalam Karasek & Bryant (2012)

menyatakan bahwa Spence memberikan contoh hipotetis tentang bagaimana pensinyalan mempengaruhi pilihan pekerjaan di pasar. Dia memulai dengan pernyataan yang ironisnya dalam pemberian sinyal kepada pembaca, tingkat ketidakpastian masih tinggi. Namun dengan menunjukkan tujuan dari informasi yang disampaikan maka sinyal itu akan cepat ditangkap dengan benar oleh penerima sinyal.

Sesuai dengan teori pensinyalan dan hipotesis pasar efisien, landasan yang dikemukakan oleh Yasar et al., (2020) mengemukakan bahwa penerima sinyal bereaksi terhadap sinyal positif dari pemberi sinyal dari lingkungan orang dalam yang bisa dipercaya untuk menghindari asimetri informasi. Hal tersebut searah dengan penelitian terdahulu yang menjelaskan bahwa penerima bereaksi lebih kuat terhadap sinyal negatif.

Kaitan teori sinyal dengan penelitian ini adalah berkaitan dengan sinyal yang disampaikan dari manajer kepada *stakeholder* untuk berinvestasi ke perusahaan yang memberikan sinyal positif mengenai adanya *free cash flow* yang mengartikan adanya kelebihan *cash flow* yang bisa didistribusikan ke pemegang saham. Sementara itu, ditemukannya hal yang menarik jika perusahaan mungkin perlu memotong dividen yang dialokasikan untuk investasi proyek baru yang potensial, tetapi perusahaan tidak melakukan karena khawatir investor akan beralih ke perusahaan lain (Fairchild, 2010). Perilaku Investor dipaksa untuk mempercayai pemotongan dividen adalah berita buruk sehingga perusahaan menolak untuk memotong dividen, yang mengabaikan proyek yang berpotensi (Fairchild, 2010). Dengan adanya makalah ini maka dapat memperlihatkan bahwa manajerial itu perlu berkomunikasi kepada pihak investor dengan terbuka mengenai pertimbangan pada pengurangan dividen, yang disetujui oleh pengaruh reputasi manajerial, dapat meminimalkan risiko masalah ini.

Dengan teori sinyal ini dapat dijelaskan jika perusahaan dengan kepemilikan *free cash flow* yang cukup maka berdampak baik terhadap pihak investor sehingga tetap berinvestasi untuk menciptakan nilai perusahaan yang tinggi dengan indikasi harga saham semakin bertumbuh untuk pemegang saham. Begitu juga teori sinyal ini dapat menjelaskan dengan modal intelektual yang baik dan sesuai kapasitas

yang diperlukan perusahaan dan *corporate governance* manajemen yang bersinergi dengan *stakeholder* diharapkan dapat meningkatkan pertumbuhan *Dinamis performance* yang positif.

2.1.3 *Performance* Perusahaan

Perusahaan merupakan sebuah organisasi yang dimana terjadinya kegiatan produksi dalam pemenuhan kebutuhan manajemen serta pemegang saham. Tujuan utama sebuah perusahaan yaitu memaksimalkan *performance* perusahaan agar mendapatkan laba yang maksimal dari keuntungan perusahaan (Rajagukguk et al., 2019). Peningkatan pada *performance* perusahaan dapat menilai tingkat kesuksesan para pemegang saham. *Performance* perusahaan disebut sebagai penilaian suatu perusahaan yang dapat menciptakan gambaran persepsi pasar serta pemegang saham terhadap perusahaan (Erlina, 2018).

Performance perusahaan merupakan cerminan dari nilai pasar sahamnya pada perusahaan *go public*. Namun pada perusahaan yang belum *go public* maka *performance* perusahaan adalah penilaian pada saat perusahaan tersebut dijual (Fama, 2010). Pada perusahaan *go public* tolak ukur keberhasilan suatu perusahaan dilihat dari tujuan utama nya yang dimana memaksimalkan *performance* perusahaan untuk kemakmuran pada pemangku kepentingan serta pemegang saham.

Performance perusahaan merupakan penilaian pasar atas kepercayaan yang telah diberikan dalam rangka cerminan harga saham permintaan dan penawaran di pasar modal (Fatchan & Trisnawati, 2018). Perbandingan nilai *performance* perusahaan dilihat dari nilai harga saham perusahaan, jika mengalami kenaikan dalam jangka panjang maka *performance* perusahaan akan meningkat pula. *Performance* perusahaan akan memberikan kelimpahan pada pemegang saham jika harga saham perusahaan mengalami peningkatan.

Performance perusahaan disebut sebagai nilai jual perusahaan yang akan dibayar oleh investor sebagai bentuk usaha yang sejalan dengan perkembangan perusahaan (Azhar et al., 2018). *Performance* perusahaan dapat diketahui dari nilai rasio yang menginformasikan kepada pemangku kepentingan perusahaan mengenai apa yang menjadi pembahasan di masa lalu dan gambaran di masa depan (M. Nurhayati, 2013).

Performance perusahaan dikatakan sebagai suatu elemen yang penting dalam pandangan masyarakat terhadap kinerja suatu perusahaan. Selain itu, perkembangan *performance* perusahaan yang meningkat dapat memikat para investor untuk menjalankan investasinya pada perusahaan. Peningkatan *performance* perusahaan dapat dicapai dengan memaksimalkan kegiatan manajemen keuangan yang dimana hasil dari ketetapan pada kegiatan keuangan akan mendorong ketetapan keuangan lainnya dan berdampak pada *performance* perusahaan (Weston & Copeland, 1995).

Menurut Christiawan dan Tarigan (2007) berpendapat bahwa adanya penilaian yang menjelaskan *performance* pada sebuah perusahaan antara lain:

- a. Nilai pasar atau yang biasa disebut dengan kurs ialah harga dari hasil proses negosiasi pada pasar saham yang hanya bisa dilakukan pada saat saham perusahaan dijual di pasar saham.
- b. Nilai likuiditas ialah nilai sisa hasil pemasaran aset perusahaan yang disusutkan dengan kewajiban perusahaan. Nilai likuiditas dihitung menggunakan neraca performa pada saat suatu perusahaan akan di likuidasi.
- c. Nilai buku merupakan penilaian perusahaan yang dilihat dari konsep dasar akuntansi.
- d. Nilai instrinsik merupakan penilaian yang berpatokan langsung pada estimasi nilai riil suatu perusahaan. Bentuk nilai instrinsik dalam suatu perusahaan bukan hanya harga dari seluruh aset perusahaan, namun sebagai bentuk bisnis yang mempunyai keunggulan dalam menghasilkan keuntungan di waktu yang akan datang.
- e. Nilai nominal merupakan penilaian yang tertera pada rencana keuangan dasar perseroan yang dikatakan secara jelas dalam neraca perusahaan.

Penilaian *performance* perusahaan dipengaruhi oleh faktor internal serta faktor eksternal perusahaan. Beragam faktor yang mempengaruhi *performance* perusahaan antara lain *corporate governance*, struktur kepemilikan, *intellectual capital*, *free cash flow*, dan lain sebagainya. *Performance* perusahaan merupakan suatu gambaran baik atau buruknya pengelolaan manajemen perusahaan yang

tentunya suatu perusahaan akan berusaha untuk meningkatkan *performance* perusahaannya (Rahayu, 2010).

2.1.3.1 *Dinamis Performance Perusahaan*

Dinamis performance perusahaan disebut sebagai ukuran keberhasilan perusahaan dalam proses pencapaian tujuan yang awalnya sudah disepakati oleh seluruh sumber daya yang dimiliki baik dari internal maupun dari eksternal perusahaan. Keberhasilan kinerja suatu perusahaan tidak hanya ditentukan oleh faktor keuangan saja namun faktor-faktor lain yang terlibat di dalamnya seperti kepuasan pelanggan, kepuasan karyawan, kinerja sosial dan kinerja lingkungan (Santos & Brito, 2012).

Dinamis performance perusahaan merupakan penilaian terhadap efisien dan efektif yang dilakukan dalam satu waktu sehingga kinerja merupakan fungsi dari dua variabel, efisiensi dan keberdayaan *human resources* ataupun *resource* lainnya untuk menciptakan efisiensi di dalam perusahaan (Siminică, M., 2008). Sistem pengukuran kinerja adalah seperangkat ukuran yang ringkas dan jelas terhadap sektor keuangan dan atau sektor non-keuangan yang mengakomodasi proses jalannya pengambilan keputusan organisasi oleh manajemen dengan menggabungkan, memproses, dan menyelidiki data terukur dari informasi kinerja (Gimbert et al., 2010). Lingkungan bisnis yang terus meningkat semakin kompleks dan situasi yang mengalami perubahan dengan cepat seperti halnya resesi ekonomi global baru-baru ini karena pandemi covid-19, publik kembali menyoroti faktor-faktor pendukung *dinamis performance* perusahaan dari berbagai perspektif dan salah satunya adalah *corporate governance* atau sumber daya lain selain keuangan (Y. Wang et al., 2020).

Pengukuran *dinamis performance* perusahaan dengan menerapkan rasio Tobin's Q yang dimana jika nilainya meningkat maka perkembangan *performance* perusahaan dikatakan beranjak baik serta *intangible asset* yang dimiliki akan beranjak naik (Sukamulja, 2013). Tobin's Q merupakan indeks untuk menghitung *performance* perusahaan secara khusus menginformasikan kinerja manajemen dalam pengolahan aset perusahaan (Lang et al., 1989) serta potensi perkembangan sebuah perusahaan (Tobin & Brainard, 1986). Tobin's Q merupakan salah satu rasio pengukuran *performance* perusahaan yang mendefinisikan bentuk tingkat

aktiva berwujud dan aktiva tidak berwujud. Selain itu, Tobin's Q merupakan gambaran penilaian secara ekonomis dan tepat pada perusahaan dalam mengelola seluruh sumber daya aset perusahaan.

Pengukuran Tobin's Q menggunakan rumus yang dikemukakan oleh James Tobin (1987) yang dimana menghitung tingkat ekuitas pasar dan tingkat buku dari ekuitas atas pembagian tingkat buku dari total hutang. Adapun kelebihan pada pengukuran Tobin's Q yaitu dapat mempertimbangkan perkembangan harga saham serta potensi pertumbuhan investasi masa kini. Selain itu dapat memberikan gambaran ekonomi perusahaan dan pandangan pasar terhadap perusahaan dengan fokus sejauh mana perkembangan perusahaan. Tobin's Q menggunakan penilaian keuangan atas dasar *historical accounting performance* yang dimana dapat memiliki gambaran penilaian pasar sehingga dapat mengurangi tingkat manipulatif. Namun disisi lain terdapat kelemahan pengukuran Tobin's Q yaitu sulit menaksir biaya peralihan, pembayaran untuk keperluan iklan dan penelitian serta pengembangan aset (Wright, 2007).

2.1.4 *Corporate Governance*

Teori keagenan banyak digunakan untuk membuktikan hubungan antara *corporate governance* dan struktur modal (Fama & Miller, 1972; Jensen & Meckling, 1976). *Corporate governance* merupakan kombinasi antara kebijakan, undang-undang, dan instruksi yang mempengaruhi pengelolaan dan pengendalian suatu perusahaan, terdiri dari kerangka regulasi yang memberikan transparansi dan keadilan dalam hubungan antara perusahaan dan pemegang saham. Kerangka *corporate governance* terdiri dari faktor eksternal dan kontrak internal antara karyawan dan pemegang saham, termasuk pembagian remunerasi, tanggung jawab dan kondisi untuk menghindari benturan kepentingan (Klapper & Love, 2004)

Corporate governance adalah sistem yang memandu dan mengontrol aturan, praktik, dan proses perusahaan. Pada dasarnya *corporate governance* banyak melibatkan pihak *stakeholder* perusahaan, seperti para pemegang saham, manajemen, *customer*, *supplier*, investor, pemerintah, dan masyarakat. *Corporate governance* juga memberikan konseptual kinerja yang akan dijalankan untuk mencapai visi misi perusahaan, *corporate governance* berisikan pihak yang

berasal dari hampir semua bidang manajemen, berawal dari aktivitas dan pengendalian internal sampai pada titik mengukur kinerja dan mengungkapkan perusahaan.

Corporate governance adalah sebuah operasi yang dipengaruhi oleh rangkaian undang-undang, peraturan, mekanisme sebuah pasar, standar penilaian suatu pencatatan, implementasi terbaik, dan usaha semua lembaga *corporate governance* (termasuk pihak direktur perusahaan, manajer senior, auditor, penasihat hukum dan keuangan), lembaga-lembaga ini menciptakan sistem audit yang bertujuan untuk mempengaruhi tingkatan nilai pemegang saham dan mempertahankan keseimbangan *stakeholder* (Rezaee et al., 2009). Menurut Arifin (2005) beragam arti *corporate governance* yang dipengaruhi oleh teori-teori dasar.

Corporate governance diukur dengan index, penelitian kali ini berfokus pada 6 index pengukuran yang dikemukakan oleh Yun et al. (2020) antara lain yaitu (1) Kepemilikan pemerintah; (2) Kepemilikan asing; (3) Ukuran Dewan Komisaris; (4) Direktur yang independen; (5) Dewan pengawas; (6) Kualitas Eksternal Auditor.

Kepemilikan pemerintah sangat mempengaruhi kebijakan dan rencana strategis yang dijalankan. Pemerintah punya aturan tersendiri dalam mengatur perusahaan yang berada di bawah lingkungannya, sehingga ini dapat mempengaruhi *corporate governance*. Jika peranan pemerintah dominan maka perusahaan kurang dapat menjalankan unsur-unsur pengelolaan yang baik (Gao & Kling, 2008; Kim et al., 2005; Shan, 2013). Namun jika kepemilikan pemerintah tidak dominan maka *corporate governance* diharapkan dapat dengan baik diterapkan.

Kepemilikan asing dalam suatu perusahaan juga mempengaruhi pelaksanaan *corporate governance*, jika kepemilikan asing lebih dari 50% maka *corporate governance* diharapkan sudah lebih baik dari perusahaan lokal karena perusahaan harus terus berupaya melakukan inovasi dan layanan yang terbaik untuk para pemangku kepentingan (Chen et al., 2006; Shan, 2013; Shan & Xu, 2012).

Ukuran dewan komisaris juga menentukan perolehan skor *index corporate governance*, semakin banyak dewan komiaris (lebih dari 3 komisaris) maka pelaksanaan *corporate governance* semakin baik karena pengawasan bisa lebih dilakukan terhadap pengelolaa perusahaan (Pearce & Zahra, 1992; Berghe & Levrau, 2004).

Direktur yang independen sangat menentukan keberhasilan *corporate governance* suatu perusahaan. Direktur yang menjadi pucuk pimpinan harus dapat berlaku independent, tidak tergantung dengan pihak-pihak internal maupun eksternal perusahaan, pun tidak dipengaruhi oleh dewan komisaris atau mempunyai hubungan khusus dengan pihak-pihak tertentu sehingga tidak dapat menjalankan pengelolaan perusaah secara objektif dan transparan (Shan, 2013; Shan & McIver, 2011; Shan & Xu, 2012).

Dewan pengawas juga menentukan perolehan indeks *corporate governance*, jika dewan pengawas ada dan berfungsi dengan baik, dimana semua laporan perusahaan dievaluasi oleh dewan pengawas agar kebijakan yang diambil selalu dalam koridor yang diperkenankan. Dengan berfungsinya dewan pengawas dengan baik dengan jumlah yang memadai maka *corporate governance* dapat dijalankan dengan baik dan benar (Ding et al., 2010; Firth et al., 2007).

Kualitas eksternal auditor juga mempengaruhi kepatuhan dan pelaksanaan *corporate governance* sesuai dengan aturan yang berlaku. Jika kualitas eksternal auditor bersumber dari kantor akuntan publik yang diakui (*Big Four*) maka pelaksanaa *corporate governance* akan semakin baik (Gao & Kling, 2008; Peng et al., 2016).

2.1.4.1 Kepemilikan Asing

Dalam penilaian *performance* perusahaan, terdapat aspek penting yang perlu diperhatikan yaitu struktur kepemilikan sebuah perusahaan. Dalam pengertiannya struktur kepemilikan mempunyai arti sebagai bentuk keterikatan para pihak pemegang saham saat memercayakan pengoperasian perusahaan pada posisi tertentu terhadap manajer. Terdapat dua aspek yang harus dicermati pada struktur kepemilikan antara lain yaitu konsentrasi kepemilikan yang berasal dari pihak eksternal perusahaan (*outsider ownership concentration*) dan kepemilikan perusahaan itu sendiri yaitu manajer (*manager ownership*). Kepemilikan asing

merupakan bentuk presentasi pemegang saham dalam suatu perusahaan yang dimiliki pihak luar atau disebut investor asing.

Kepemilikan asing dapat dikatakan sebagai rasio saham biasa perusahaan yang berasal dari satu pihak perorang, badan hukum, pemerintah, dan pihak lainnya yang berasal dari luar negeri (Wiranata & Nugrahanti, 2013). Kepemilikan asing adalah seorang investor atau pemegang saham yang berdomisili dari luar negeri (Hadiprajitno, 2013).

Kepemilikan asing yaitu pemodalannya yang dilakukan oleh pihak yang bersumber dari luar negeri yang berada di suatu perusahaan domestik yang memiliki beberapa bagian saham dan kepemilikan suara pada perusahaan yang bersangkutan. Penanaman modal yang dilakukan biasanya berbentuk saham serta pembangunan perusahaan domestik (Fanani & Hendrick, 2016). Jika dalam suatu perusahaan domestik terdapat investor asing maka akan memberikan dampak positif terhadap pengawasan *performance* perusahaan yang meningkat semakin baik. Selain itu, dengan adanya tenaga ahli yang kontrak dengan investor asing maka dapat menimbulkan pengaruh baik pada peningkatan *performance* perusahaan yang menghasilkan perusahaan tersebut dapat dilirik oleh para calon investor lainnya.

Dalam sebuah perusahaan, kepemilikan asing diakui *concern* terhadap kenaikan *good corporate governance* (Wiranata & Nugrahanti, 2013). Jika dalam suatu perusahaan banyak pihak asing yang menginvestasikan modalnya di perusahaan tersebut, hal tersebut dapat menimbulkan dampak baik terhadap perkembangan *performance* dari perusahaan yang di tanamkan modalnya, dikarenakan pihak dari negara asing berwawasan pada bidang manajemen, teknologi dan inovasi, keahlian dan pengembangan yang unggul dan menciptakan dampak baik untuk perusahaan tersebut.

Sesuai dengan peraturan yang tertera dalam UU No. 25 pada tahun 2007 mengenai investasi, yang dimana kepemilikan asing merupakan seorang pihak yang berasal dari negara asing, dalam bentuk badan usaha serta pemerintah yang menanamkan modalnya di perusahaan domestik Indonesia. Sementara itu, modal asing dapat diartikan sebagai bentuk modal yang dimiliki oleh pihak luar negeri

berbentuk pihak perorang serta badan hukum milik Indonesia yang separuh atau keseluruhan modalnya punya pihak luar negeri.

Dalam penanaman modal tentunya pihak asing akan menyelidiki keuntungan legitimasi dari para pemangku kepentingan dengan melakukan penilaian secara tipikal sesuai dengan *home market* yang menghasilkan eksistensi dalam kurun waktu lama atau berkepanjangan (Suchman, 1995 dalam Barkemeyer 2007).

Penilaian pada perusahaan multinasional dianggap lebih mampu meningkatkan nilai harga saham dibandingkan dengan perusahaan nasional. Hal tersebut karena adanya pihak kepemilikan asing pada struktur kepemilikan perusahaan. Dalam pemilihan perusahaan, tentunya para investor memilih secara selektif dan terkadang lebih berfokus pada perusahaan yang memiliki kepemilikan asing karena dianggap mudah mengendalikan perusahaan karena unggul dalam mampu untuk menata keuangan dengan baik dan memberikan *surplus* yang tinggi.

Pengukuran yang digunakan dalam mengukur kepemilikan asing yaitu melihat dari kedudukan persentase saham dengan kepemilikan pihak asing. Adapun rumus kepemilikan asing yaitu menghitung jumlah saham pihak asing atas pembagi total saham beredar. Hasil dari perhitungan kepemilikan asing dikalikan dengan 100% untuk membuktikan bahwa investor memiliki pengaruh signifikan. Hal tersebut telah di atur dalam PSAK no. 15 yang mengatakan bahwa pemegang saham pengendali adalah pihak yang memegang saham dengan nilai 20% atau lebih.

2.1.4.2 Ukuran Dewan Komisaris

Dewan komisaris disebut sebagai anggota perusahaan yang berkuasa dalam melakukan pengawasan sesuai dengan peraturan dasar dan menjadi penasihat dewan direksi beserta komite-komite dibawahnya. Bentuk pengawasan yang ditugaskan kepada dewan komisaris yaitu gerakan pencegahan, perbaikan, dan pembebasan sementara. Dewan komisaris dipilih langsung pada rapat umum pemegang saham yang tertera pada UU No. 40 tahun 2007 mengenai hak perusahaan yang digambarkan dalam bentuk fungsi, wewenang, serta bentuk tanggung jawab pihak dewan komisaris.

Dewan komisaris dapat dikatakan sebagai komponen penting dalam berjalannya praktek *corporate governance* yang mempunyai tugas untuk

menanggung kunci strategi suatu perusahaan, menjalankan aktivitas kontrol terhadap manajer, dan menganjurkan terlaksananya akuntabilitas pada sebuah perusahaan (Purwaningtyas, 2011). Dewan komisaris memiliki sebutan penting yaitu sebagai wakil dari pemegang saham pada suatu perusahaan hukum (Mulyadi, 2002). Dewan komisaris mempunyai kewajiban dalam memeriksa efektifitas praktek *corporate governance* yang baik dan diterapkan oleh perseroan jika memerlukan penyesuaian (Antonia, 2008).

Dewan komisaris merupakan bagian tertinggi dalam pengendalian kepentingan intern perusahaan yang memiliki tanggung jawab penuh dari pengendalian aktivitas manajemen teratas (Fama dan Jensen, 1983). Menurut KNKG (2006) dewan komisaris merupakan elemen perusahaan yang secara langsung memiliki peranan penting dalam tindak pengawasan serta penasihat kepada anggota perusahaan lainnya seperti direksi dan memastikan perusahaan tersebut sudah menjalankan praktek *corporate governance* yang baik agar dapat memajukan *dinamis performamce* perusahaan.

Dewan komisaris mempunyai fungsi monitoring yang berpengaruh pada total jumlah ukuran dewan komisaris (Regar, 2000). Penilaian *corporate governance* sangat dipengaruhi oleh total dari jumlah ukuran dewan komisaris. Jika ukuran dewan komisaris berjumlah besar, maka berdampak pada wawasan serta pengalaman yang terus meningkat dengan hasil tujuan yang akan diterima oleh pihak manajemen dapat lebih luas dan mendalam.

Dalam penelitian Jensen (1993) dan Lipton dan Lorsch (1992) mengatakan total ukuran dewan komisaris adalah bidang penting dalam berjalannya praktek *corporate governance* pada peningkatan *dinamis performance* perusahaan. Penelitian lainnya yaitu Allen dan Gale (2000) menjelaskan bahwa dewan komisaris dikatakan sebagai peranan penting yang dapat menjamin pengawasan strategi perusahaan dalam peningkatan *dinamis performance* perusahaan.

Pengukuran yang digunakan dalam mengukur ukuran dewan komisaris yaitu melihat dari total besaran dewan komisaris pada suatu perusahaan. Dalam peraturan Bursa Efek Indonesia (BEI) mengenai komisaris independen, telah ditetapkan dari total komisaris independen setidaknya 30% dari jumlah seluruh anggota komisaris (Lastianti, 2004). Tugas utama seorang dewan komisaris antara

lain untuk pengawasan kontrol dari kebijakan direksi dalam mengelola serta mengendalikan perusahaan, lalu menjadi penasihat direksi.

2.1.5 Intellectual Capital

Pada akhir abad kesembilan belas, banyak peneliti menggambarkan konsep sirkuit terpadu dan mengembangkan definisinya. *Intellectual Capital* (IC) merupakan materi pengetahuan yang dapat diekspresikan dengan menciptakan aset yang memiliki nilai tambah, seperti pengetahuan, informasi, kekayaan intelektual, dan pengalaman (Stewart & Ruckdeschel, 1998). Akan tetapi, Bontis (1998) berpendapat bahwa hak kekayaan intelektual yang salah satunya terdiri dari hak cipta dan paten bukanlah sirkuit terintegrasi, sirkuit terintegrasi dapat dianggap sebagai unit inventaris dari proses pembelajaran organisasi, tetapi tidak dapat diperoleh melalui pendidikan dan pelatihan. Konsep IC yang berbeda dapat merupakan komponen yang berbeda, seperti *human capital*, *structural capital*, *relational capital*, modal tangan kedua, modal inovasi, modal teknologi dan modal informasi. Konsep ini juga dipertahankan oleh akademisi. Topik ini telah membangkitkan minat selama dekade tersebut. Komponen utama IC meliputi modal manusia, struktural dan hubungan.

Manajer perusahaan yang kaya akan pengetahuan mencoba mempengaruhi persepsi luar dengan berpartisipasi dalam pengungkapan IC yang lebih banyak (Li et al., 2008). Jensen & Meckling (1976) percaya bahwa peningkatan pengungkapan informasi dapat menarik lebih banyak modal dan mengurangi biaya modal, sehingga membawa keuntungan bagi perusahaan dan manajer. Goebel (2019) mendeskripsikan teori keagenan pengungkapan IC, yang menunjukkan bahwa pengungkapan oleh manajer bertujuan untuk mengurangi asimetri informasi dan memberikan jaminan untuk penggunaan sumber daya perusahaan yang efektif.

Beberapa studi telah mempelajari sirkuit terintegrasi dari perspektif teori keagenan. Misalnya Goebel (2019) menemukan dukungan untuk teori keagenan ketika perusahaan melaporkan IC untuk membuktikan bahwa alokasi sumber daya wajar dan menghindari kesalahan harga. Yan (2017) laporan hasil penelitian hal ini sesuai dengan *board theory*, karena komposisi dewan berhubungan positif dengan pengungkapan IC dalam pernyataan CEO. Beattie dan Smith (2012)

membahas perspektif teori keagenan, dimana laporan IC berkaitan dengan proses penciptaan nilai. Walaupun penelitian yang diteliti oleh Mangena et al., (2010) ada korelasi negatif antara laporan dan pengungkapan IC dengan biaya modal.

Penilaian *intellectual capital* memakai rumus yang dikemukakan oleh Pulic (1998) yang berbunyi *Value Added Intellectual Coefficient* (VAICTM) dengan melalui beberapa proses perhitungan. Perhitungan pertama dengan mencari selisih nilai output dan nilai input perusahaan. Perhitungan selanjutnya yaitu dengan menjumlahkan hasil dari penanaman modalnya pada *human capital* (VAHU), lalu *structure capital* (STVA) yang dapat menciptakan *performance* perusahaan, dan terakhir *capital employee* (VACA).

2.1.6 Free Cash Flow

Free cash flow disebut sebagai *cash flow* yang melebihi dana yang dibutuhkan untuk membiayai seluruh *project* yang memiliki nilai bersih sekarang (*net present value*) yang bernilai signifikan saat didiskontokan dengan nilai biaya modal yang signifikan (Jensen, M. C., 1986). Terdapat isu yang hangat tentang adanya konflik antar kepentingan pemegang saham dengan pihak manajer akibat dari kebijakan pembayaran saat perusahaan dapat mewujudkan nilai *free cash flow* yang cukup besar. Hal yang harus diperhatikan adalah bagaimana memotivasi manajer untuk mengeluarkan uang tunai kepada investor daripada menginvestasikannya yang hasilnya masih di bawah tingkat biaya modal atau istilahnya membuat perusahaan tidak efisien.

Manajer punya kewenanga untuk mewujudkan *free cash flow* yang tinggi, dan mengelolanya dengan sebaik-baiknya. Jika *free cash flow* yang dihasilkan diinvestasikan ke proyek yang tidak menguntungkan tentu ini merupakan sinyal yang buruk bagi pemegang saham. Sinyal ini bisa meyebabkan nilai harga saham turun, jika nilai dari harga saham turun maka berdampak dalam menurunkan *performance* perusahaan dan akan mempengaruhi *dinamis performance* perusahaan yang dihasilkan dalam rentang waktu tertentu. Jika *free cash flow* tidak disalurkan kepada pemegang saham, dapat berdampak munculnya sinyal buruk kepada pemegang saham yang dapat menurunkan nilai harga saham dan menurunkan *dinamis performance* perusahaan. Untuk menutupi kerugian maka manajer melakukan pemotongan dividen dan ini akan menyebabkan terjadinya permasalahan

kepentingan pemegang saham dengan pihak manajer. Permasalahan ini akan memicu biaya agent yang besar, yang biasanya didapatkan dari *free cash flow* (Jensen, M. C., 1986).

Manajemen *cash flow* akan menjadi isu penting bagi perusahaan karena pelaku pasar mungkin tidak menganggap bahwa *cash flow* masuk dari aktivitas operasi akan menjadi sinyal positif bagi pemegang saham jika diinformasikan dengan baik. Sebaliknya jika *cash flow* masuk dari hasil operasi perusahaan menurunkan dinamis performance kemungkinan karena tidak terinformasikan (*asymetris information*) dengan baik kepada pemegang saham.

Free cash flow ialah arus kas yang didistribukan atau disalurkan ke seluruh pihak investor yang terdiri dari pemegang saham (*shareholder*) maupun kreditor (*debtholder*) ketika kondisi perusahaan telah melengkapi seluruh kebutuhan operasi seperti investasi pada aset jangka panjang, inovasi produk baru serta kebutuhan modal kerja agar perusahaan dapat terus beroperasi (Brigham, E. F., & Houston, J. F., 2021).

Penempatan *free cash flow* sebagai variabel mediasi antara *intellectual capital* dan *corporate governance* dengan *dinamis performance* perusahaan merupakan hal yang paling dicermati oleh semua pihak baik *stakeholder* maupun pihak manajemen. Jika perusahaan menyandang nilai *free cash flow* yang relatif tinggi merupakan pertanda bahwa perusahaan itu sehat karena telah mempunyai dana untuk didistribusikan kepada pemegang saham tanpa terbebani dengan pembayaran hutang perusahaan yg cukup besar misalnya. Hal ini berdampak positif terhadap harga saham yang semakin baik. Artinya pasar menilai bahwa perusahaan punya dana cukup untuk membagikan dividen kas ke pemegang saham. Jika harga saham mengalami peningkatan maka berdampak baik pada *performance* perusahaan yang akan meningkat pula, serta jika nilai perusahaan meningkat akan meyebabkan *dinamis performance* perusahaan pun meningkat.

Pengukuran *free cash flow* yaitu mengaplikasikan temuan dari Brigham dan Houston (2010). Adapun rumusnya dengan menambahkan arus kas aktivitas operasi dengan hasil dari belanja modal yang berasal atas uang muka pembelian aset tetap dan perolehan aset tetap.

2.2. Hasil Penelitian Sebelumnya

Penelitian terdahulu digunakan sebagai acuan dalam menulis kerangka pemikiran sehingga diharapkan penelitian ini memiliki arah yang jelas dan landasan yang kuat.

1. Azizah et al. (2021)

Penelitian dengan judul “Pengaruh Tingkat Pengungkapan *Good Corporate Governance* dan Ukuran Dewan Komisaris terhadap Nilai Perusahaan” merupakan penelitian yang berfokus pada perusahaan manufaktur *go public* di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu 2013-2015. Peneliti memilih 20 sampel perusahaan dengan analisis data regresi berganda dan teknik analisis uji statistik F.

Variabel konsekuen yang dipilih peneliti yaitu nilai perusahaan dengan pengukuran Tobin’s Q. Sementara itu, faktor stimulus yang dipilih peneliti terdiri dari transparansi GCG dan ukuran dewan komisaris. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel transparansi GCG dan ukuran dewan komisaris terdapat pengaruh positif atas nilai perusahaan.

Dalam jurnal penelitian ini tidak dijelaskan keterbatasan pada proses penelitian, namun peneliti menyampaikan saran untuk penelitian berikutnya yaitu dapat menambah jumlah perusahaan yang akan diteliti serta melakukan penilaian *index* pada pengungkapan *good corporate governance* dengan menambah beberapa peneliti.

2. Thendean dan Meita (2018)

Penelitian dengan judul “Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris dan Ukuran Dewan Direksi terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Institusional sebagai Variabel Moderasi” merupakan penelitian kuantitatif yang berfokus di perusahaan asuransi dalam Bursa Efek Indonesia pada kurun waktu 2011-2015. Peneliti memilih 9 sampel perusahaan dengan metode *puposive sampling* dan metode analisis regresi linear berganda.

Variabel konsekuen yang dipilih peneliti yaitu nilai perusahaan. Sementara itu, variabel stimulus yang dipilih peneliti yaitu ukuran dewan komisaris dan

ukuran dewan direksi. Dalam penelitian ini terdapat variabel moderasi yaitu kepemilikan institusional. Hasil penelitian menunjukkan ukuran dewan komisaris tidak ditemukannya konsekuensi yang signifikan atas nilai perusahaan karena hasil uji menunjukkan bahwa nilai sig-t 0,177 yang lebih tinggi dari 0,05. Hasil yang sama juga dialami oleh variabel ukuran dewan direksi terhadap nilai perusahaan yang dimana tidak ditemukannya konsekuensi yang signifikan karena hasil uji menunjukkan nilai sig-t 0,119 yang lebih tinggi dari 0,05. Sementara itu, kepemilikan institusional dapat memoderasi dewan komisaris dan kepemilikan institusional juga dapat memoderasi dewan direksi.

Dalam jurnal penelitian ini tidak dijelaskan keterbatasan pada proses penelitian, namun peneliti menyampaikan saran untuk penelitian berikutnya. Pada pemilihan proksi nilai perusahaan dapat diganti dengan Tobin's Q atau *price earning ratio* agar didapatkannya pengaruh ukuran dewan direksi dan ukuran dewan komisaris pada proksi nilai perusahaan lainnya.

3. Putra (2016)

Penelitian dengan judul "*The Effect of Board Governance on Firm Value*" merupakan penelitian yang berfokus pada perusahaan LQ45 dalam Bursa Efek Indonesia pada kurun waktu 2008-2012. Peneliti memilih 80 sampel perusahaan dengan metode regresi linier berganda.

Variabel konsekuen yang digunakan yaitu nilai perusahaan dengan cara pengukuran Tobin's Q. Sementara itu, variabel stimulus yang digunakan yaitu ukuran dewan komisaris dengan pengukuran dari hasil total keseluruhan anggota dewan komisaris di dalam perusahaan ataupun luar perusahaan, proporsi komisaris independen dengan melihat nilai presentase anggota dewan komisaris luar perusahaan dari total anggota dewan komisaris perusahaan, rapat dewan komisaris dengan melihat hasil dari total jumlah rapat yang diselenggarakan dewan komisaris dalam waktu satu tahun, komite audit dengan melihat hasil dari total anggota komite audit perusahaan, rapat komite audit dengan melihat hasil dari total jumlah rapat komite audit yang telah diadakan dalam waktu 1 tahun.

Hasil penelitian menyatakan tidak ditemukannya konsekuensi antara ukuran dewan komisaris dengan nilai perusahaan karena dalam UU No. 40 tahun 2007

dijabarkan bahwa dewan komisaris berisi satu anggota atau lebih yang menyebabkan penetapan ukuran dewan komisaris pada perusahaan LQ45 hanya sebagai pemenuhan regulasi UU No. 40 tahun 2007. Hasil yang sama dibuktikan juga pada variabel rapat dewan komisaris yang tidak ditemukannya pengaruh terhadap nilai perusahaan karena penyelenggaraan rapat dewan komisaris pada perusahaan LQ45 belum memenuhi kriteria efektif yang mengakibatkan tidak ditemukannya pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil yang berlawanan dibuktikan pada variabel proporsi komisaris independen dan ukuran komite audit yang ditemukan dampak negatif atas nilai perusahaan. Sementara itu, rapat komite audit ditemukan dampak positif atas nilai perusahaan.

Keterbatasan penelitian yaitu pada pemilihan variabel *board governance* yang hanya berisikan komisaris dan komite audit serta kesalahan dalam pemilihan tahun penelitian yang hanya memilih tahun 2008 hingga 2012 saja selain itu peneliti menyayangkan pada pemilihan perusahaan yang hanya berfokus pada perusahaan LQ45 saja karena hasilnya tidak dapat digeneralisasi pada perusahaan lain.

4. Marini dan Marina (2017)

Penelitian dengan judul “Pengaruh *Good Corporate Governance* terhadap Nilai Perusahaan” merupakan penelitian yang berfokus pada perusahaan manufaktur dalam Bursa Efek Indonesia pada kurun waktu 2010-2014. Pada proses pengutipan sampel yaitu menerapkan metode *purposive sampling*.

Variabel konsekuen yang digunakan yaitu nilai perusahaan dengan cara pengukuran Tobin’s Q. Sementara itu, variabel stimulus yang digunakan yaitu ukuran dewan komisaris yang dilihat dari hasil total seluruh anggota dewan komisaris, komisaris independen yang dilihat dari hasil total komisaris independen dari total anggota dewan komisaris, ukuran dewan direksi yang dilihat dari hasil total anggota dewan direksi, dan jumlah komite audit yang dilihat dari hasil total anggota komite audit.

Hasil penelitian menyatakan bahwa ditemukannya pengaruh pada ukuran dewan komisaris, komisaris independen, dan dewan direksi atas nilai perusahaan. Sementara itu, hasil berbanding terbalik pada komite audit yang

tidak ditemukannya pengaruh atas nilai perusahaan.

Dalam jurnal penelitian ini tidak dijelaskan keterbatasan pada proses penelitian, namun peneliti menyampaikan saran untuk penelitian selanjutnya. Pada pemilihan sampel agar memilih sampel dengan jangka waktu yang lebih luas serta menerapkan kriteria sampel perusahaan dengan kurs mata uang asing lalu mengkonversi nilai mata uang tersebut ke rupiah agar sesuai dengan nilai tukar penelitian.

5. Ramachandra dan Rathish (2017)

Penelitian dengan judul “*Corporate Governance and Firm Performance in Malaysia*” merupakan penelitian yang berfokus pada perusahaan yang tertera di Bursa Efek Malaysia dalam waktu 2008 dan 2013. Peneliti menggunakan 113 sampel perusahaan.

Variabel konsekuen dalam penelitian ini yaitu nilai perusahaan. Sementara itu, variabel stimulus dalam penelitian ini yaitu tata kelola perusahaan. Dalam pengukurannya untuk menghilangkan persamaan simultan dengan metode 2SLS dan untuk memperkirakan persamaan simultan dengan menggunakan semua variabel eksogen dan nilai regresi.

Hasil penelitian menyatakan bahwa adanya hubungan positif dan signifikan antara MCGI terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tertera di Bursa Efek Malaysia.

Keterbatasan penelitian yaitu adanya analisis yang membatasi jumlah variabel tata kelola perusahaan untuk pengaturan panel. Selain itu, adanya batasan sifat eksploratifnya dan diperlukan untuk penelitian berikutnya untuk memakai sampel yang lebih besar serta lebih spesifik.

6. Darmawan (2017)

Penelitian dengan judul “Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan” merupakan penelitian yang berfokus pada perusahaan subsektor food dan beverages yang tertera di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu 2011-2015. Peneliti menggunakan 50 sampel perusahaan dengan teknik *purposive sampling* dan model regresi berganda.

Variabel konsekuen di penelitian ini yaitu kinerja perusahaan dengan cara penilaian *return on assets* (ROA) dan Tobin's Q. Sementara itu, variabel stimulus dalam penelitian ini yaitu kepemilikan keluarga yang dinilai dari hasil presentase total saham pihak keluarga dari total saham beredar, kepemilikan asing yang dinilai dari hasil presentase total saham pihak asing dari total saham beredar, kepemilikan institusional yang dinilai dari presentase total saham pihak institusional dari total saham beredar. Peneliti memakai variabel kontrol antara lain *leverage* yang dinilai dengan *book value of total liabilities* dari *book value of total assets*, dan ukuran perusahaan yang diukur dari hasil logaritma natural total aset.

Hasil penelitian menyatakan bahwa tidak ditemukannya pengaruh antar kepemilikan asing dengan kinerja perusahaan yang di proksikan dengan Tobin's Q dan ROA karena kepemilikan asing bukanlah faktor utama yang mempengaruhi ROA sebab terdapat perusahaan milik pihak asing yang sengaja dibangun untuk menyingkirkan pajak. Hasil yang sama pada proksi Tobin's Q yang menyatakan bahwa kepemilikan asing bukanlah faktor utama dalam hal berpengaruh pada Tobin's Q sebab pengendalian tata kelola perusahaan belum berjalan maksimal yang mengakibatkan penilaian investor asing tidak maksimal. Sedangkan hasil penelitian variabel lainnya yaitu tidak ditemukannya pengaruh antar kepemilikan institusional dengan kinerja perusahaan pada proksi ROA namun terdapat pengaruh positif pada proksi Tobin's Q. Kepemilikan keluarga ditemukannya pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan pada proksi ROA dan tidak ditemukan pengaruh pada proksi Tobin's Q. Sementara itu, pada variabel kontrol leverage ditemukan konsekuensi negatif atas kinerja perusahaan proksi ROA dan Tobin's Q, dan ukuran perusahaan tidak ditemukannya konsekuensi atas kinerja perusahaan proksi ROA dan Tobin's Q.

Dalam jurnal penelitian ini tidak dijelaskan keterbatasan pada proses penelitian, namun peneliti menyampaikan saran untuk penelitian selanjutnya. Pada penentuan tahun periode penelitian untuk lebih dikembangkan serta menambah variabel lain agar lebih berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

7. Sairin (2018)

Penelitian dengan judul “Analisis Pengaruh Kepemilikan Publik, Kepemilikan Asing, dan *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan” merupakan penelitian yang berfokus di perusahaan *property* dan *real estate* yang tertera di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu 2011-2013. Perusahaan yang dijadikan sampel yaitu sejumlah 16 perusahaan dengan metode *purposive sampling* dan model analisis regresi linier berganda.

Variabel konsekuen yang diterapkan yaitu nilai perusahaan dengan cara pengukuran Tobin’s Q. Variabel stimulus yang diterapkan yaitu kepemilikan asing yang dilihat dari hasil total kepemilikan saham oleh pihak asing dari total saham beredar, kepemilikan publik yang dilihat dari hasil total kepemilikan saham oleh pihak publik dari total saham beredar, *debt to assets ratio* (DAR) yang diukur dari hasil total *liabilities* dari total aset, *ratio times intrest earned* (TIE) yang diukur dari hasil *earning before interest tax* dari *interest expense*.

Hasil penelitian menjelaskan bahwa ditemukannya pengaruh signifikan negatif antara kepemilikan asing dan kepemilikan publik dengan nilai perusahaan. Selain itu terdapat konsekuensi signifikan positif antara *debt to assets ratio* dengan nilai perusahaan. Sedangkan pada variabel *times interest earned* tidak ditemukannya pengaruh atas nilai perusahaan.

Dalam jurnal penelitian ini tidak dijelaskan keterbatasan pada proses penelitian, namun peneliti menyampaikan saran untuk penelitian selanjutnya. Pada penentuan objek dan sampel untuk lebih diperluas agar dapat menjelaskan kondisi perusahaan yang sebenarnya.

8. Tjahjadi dan Tjakrawala (2020)

Penelitian dengan judul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Publik dan Kepemilikan” merupakan penelitian yang berfokus di perusahaan manufaktur dengan kategori *cunsomer goods* yang tertera di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu 2013-2017. Perusahaan yang dijadikan sampel yaitu sejumlah 160 perusahaan dengan teknik *purposive sampling* dan model analisis regresi berganda.

Variabel konsekuen yang diterapkan yaitu kinerja perusahaan dengan cara pengukuran ROA. Variabel stimulus yang diterapkan yaitu kepemilikan asing

yang dilihat dari hasil presentase total kepemilikan saham oleh pihak asing dari total saham beredar, kepemilikan publik yang diukur dari hasil presentase total kepemilikan saham oleh pihak publik dari total saham beredar, kepemilikan manajerial yang diukur dari hasil *presentase* total kepemilikan saham oleh pihak manajerial dari total saham beredar.

Hasil penelitian menjelaskan bahwa ditemukannya pengaruh signifikan positif antara kepemilikan asing dan kepemilikan manajerial atas kinerja perusahaan. Sedangkan pada variabel kepemilikan publik tidak ditemukannya pengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Keterbatasan penelitian yaitu pada variabel serta sampel yang dipilih. Pada penelitian ini hanya memakai tiga variabel independen, lalu hanya berfokus pada perusahaan manufaktur dengan bidang *consumer goods industry* saja, serta tahun penelitian hanya memilih menggunakan lima tahun penelitian mulai 2013 sampai dengan 2017.

9. Dewi dan Dewi (2020)

Penelitian dengan judul “Modal Intelektual dan Nilai Perusahaan pada Industri Jasa dan Pertambangan di Indonesia” merupakan penelitian yang berfokus di perusahaan jasa yang tertera di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu 2013-2017. Teknik penentuan sampel yang diterapkan yaitu *purposive sampling*. Sementara itu teknik analisis data yang diterapkan yaitu regresi linier berganda.

Variabel konsekuen yang diterapkan yaitu nilai perusahaan dengan cara pengukuran Tobin's Q. Variabel stimulus yang diterapkan yaitu kinerja keuangan yang diukur dari hasil *Return on Equity* (ROE). Variabel *intervening* yang diterapkan yaitu *intellectual capital* yang diukur dengan *Modifed-VAIC* (M-VAIC).

Hasil penelitian menyatakan bahwa adanya konsekuensi positif antara kinerja keuangan atas nilai perusahaan. Sementara itu *intellectual capital* tidak ditemukan pengaruh antara kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Hal tersebut dikarenakan jika semakin meningkat atau menurunnya modal intelektual dalam suatu perusahaan maka hal tersebut tidak dapat mempengaruhi transaksi yang

diselenggarakan investor dengan perusahaan tersebut. Selain itu diakibatkan dengan nilai rata – rata *relation capital* (RCE) terhadap proksi biaya pemasaran yang menjadi elemen pembeda antar kedua bumil.

Keterbatasan penelitian ini yaitu beberapa perusahaan jasa maupun pertambangan di Indonesia masih mengelompokkan *resource* yang digunakan untuk *relatioal*, lalu dalam biaya bukanlah menjadi modal ataupun sorotan. Sementara itu, nilainya relatif lebih kecil jika disamakan dengan komponen modal intelektual.

10. Lubis dan Ovami (2020)

Penelitian dengan judul “Pengaruh Modal Intelektual terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan” merupakan penelitian yang memusatkan pada perusahaan industri dasar dan kimia pada Bursa Efek Indonesia dengan sampel 66 perusahaan. Teknik analisis data yang dipilih peneliti yaitu regresi linier berganda. Sementara itu metode yang dipilih dalam menyimpulkan hasil uji hipotesis yaitu program *SPSS*.

Variabel konsekuen yang dipilih yaitu kinerja keuangan perusahaan yang dengan pengukuran *Return on Assets* (ROA). Sementara itu, variabel stimulus yang dipilih yaitu modal intelektual dengan pengukuran *Model Public-Value Added Intellectual Coefficients* (VAICTM).

Hasil uji hipotesis menjelaskan bahwa modal intelektual secara parsial memiliki pengaruh signifikan positif atas kinerja keuangan perusahaan. Selain itu, pengaruh modal intelektual senilai 20,9% atas kinerja keuangan perusahaan, dan faktor pengaruh lainnya yaitu profitabilitas, likuiditas, dan faktor lainnya.

Dalam jurnal penelitian ini tidak dijelaskan keterbatasan pada proses penelitian. Namun peneliti menyampaikan penelitian kali ini menjabarkan hasil yang sejalan dengan penelitian sebelumnya.

11. Halim dan Wijaya (2020)

Penelitian dengan judul “Pengaruh Modal Intelektual terhadap Kinerja Perusahaan dengan Manajemen Risiko Perusahaan sebagai Moderasi” merupakan penelitian yang berfokus di perusahaan manufaktur yang tertera di

Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu 2016-2018. Teknik yang dipilih peneliti untuk menentukan sampel yaitu *purposive sampling*. Sementara itu teknik analisis data yang dipilih yaitu analisis regresi linear dan variabel moderasi. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan software *E-Views*.

Variabel konsekuen yang dipilih yaitu kinerja perusahaan yang diukur dengan profitabilitas pada *Return on Assets (ROA)*. Variabel stimulus yang dipilih yaitu modal intelektual yang diukur dengan *intellectual capital index*, dan manajemen risiko perusahaan dilihat dengan *enterprise risk management disclosure index*. Dalam penelitian ini terdapat variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan.

Hasil penelitian menyatakan modal intelektual memiliki pengaruh negatif atas kinerja perusahaan karena perusahaan yang melakukan penanaman modal pada modal intelektual tidak dapat dipastikan akan mempengaruhi kinerja perusahaan melainkan ada kemungkinan dapat memperburuk keadaan perusahaan sebab modal intelektual yang digunakan tidak berfokus pada modal intelektual yang telah dimiliki namun hanya berfokus pada aset fisik yang lebih memikat perhatian. Namun pada masa depan tidak ditemukannya pengaruh antar modal intelektual atas kinerja perusahaan karena perusahaan masih belum tertarik untuk mengembangkan modal intelektual yang ia miliki, perusahaan lebih memusatkan pada aset fisik yang dapat memikat perhatian. Sementara itu, hasil penelitian variabel moderasi menunjukkan manajemen risiko perusahaan memoderasi antara modal intelektual atas kinerja perusahaan. Namun pada masa depan manajemen risiko perusahaan tidak memoderasi modal intelektual atas kinerja perusahaan.

Keterbatasan penelitian yaitu pada subsektor perusahaan manufaktur yang lebih dominan dengan aset fisik dan penilaian manajemen risiko perusahaan dengan kerangka ERM COSO. Hal tersebut berdampak pada penelitian ERM yang hanya bersifat subyektif, namun peneliti sudah upaya meminimalkan subyektifitas walaupun tidak dapat hilang sepenuhnya.

12. Ningsih dan Hariyati (2020)

Penelitian dengan judul “Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan dengan *Intellectual Capital* sebagai Variabel *Intervening*” merupakan penelitian yang berfokus di perusahaan *listing* dan terdaftar di *Jakarta Islamic Index* pada periode 2013-2017. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan SPSS 23 dan analisis regresi variabel *intervening*.

Variabel konsekuen yang dipilih yaitu nilai perusahaan dengan cara pengukuran Tobin’s Q. Variabel stimulus yang dipilih yaitu kinerja keuangan yang dilihat dari nilai *Return on Equity* (ROE). Variabel *intervening* pada penelitian ini yaitu *intellectual capital* yang dilihat dari nilai *Modifed-VAIC* (M-VAIC).

Hasil uji hipotesis menyatakan bahwa ditemukannya konsekuensi positif antara kinerja keuangan dengan nilai perusahaan, lalu kinerja keuangan juga ditemukan pengaruh positif terhadap *intellectual capital*, namun kinerja keuangan melalui *intellectual capital* tidak ditemukan pengaruh atas nilai perusahaan. Hal tersebut dikarenakan *intellectual capital* pada perusahaan cenderung tidak diterima oleh investor sebab investor dalam berinvestasi terkadang tidak memperhatikan tingkat *intellectual capital* perusahaan tersebut.

Keterbatasan penelitian yaitu proses perhitungan ROE saat menghitung kinerja keuangan karena tidak mencerminkan secara sepenuhnya nilai kinerja keuangan yang dicari oleh investor.

13. Hamdan (2018)

Penelitian dengan judul “*Intellectual capital and firm performance. International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*” merupakan penelitian yang dilakukan di perusahaan dari dua negara *Gulf Cooperation Council countries* yang antara lain *Kingdom of Saudi Arabia* dan *Kingdom of Bahrain* pada periode 2014-2016. Perusahaan yang dijadikan sampel yaitu sejumlah 171 perusahaan yang terdiri dari 15 sektor pasar keuangan Arab Saudi dan 27 perusahaan dari 6 sektor Bursa Bahrain.

Variabel konsekuen yang digunakan yaitu kinerja perusahaan yang dibagi menjadi kinerja berbasis akuntansi dan kinerja berbasis pasar. Kinerja perusahaan berbasis akuntansi dilihat dari nilai *Return on Assets* (ROA) dan

kinerja perusahaan berbasis pasar diukur dengan Tobin's Q. Variabel independen yang digunakan yaitu *Intellectual Capital* yang dilihat dari HCE.

Hasil penelitian menyatakan bahwa adanya pengaruh antara modal intelektual atas kinerja perusahaan berbasis akuntansi, namun tidak ditemukannya pengaruh pada modal intelektual atas kinerja perusahaan berbasis pasar.

Dalam jurnal penelitian ini tidak dijelaskan keterbatasan pada proses penelitian, namun peneliti menyampaikan saran untuk penelitian berikutnya. Dapat mengembangkan variabel independen yang lebih banyak untuk menekankan variabel dependen.

14. Yuliana (2020)

Penelitian dengan judul "Pengaruh *Free Cash Flow* dan Harga Saham terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Deviden sebagai Variabel *Intervenning*" merupakan penelitian yang berfokus di perusahaan manufaktur sub sektor aneka industri pada Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu 2016-2018. Sampel perusahaan sejumlah 33 perusahaan dengan teknik *purposive sampling* serta teknik yang dipilih dalam analisis data yaitu analisis statistik deskriptif, uji statistik, dan pengujian hipotesis.

Variabel konsekuen yang digunakan yaitu nilai perusahaan. Sementara itu, variabel stimulus yang digunakan terdiri dari *free cash flow* dan harga saham. Penelitian ini terdapat variabel *intervenning* yakni kebijakan deviden.

Hasil penelitian terhadap variabel konsekuen menyatakan bahwa *free cash flow* dan harga saham ditemukan pengaruh positif atas nilai perusahaan. Sementara itu, kebijakan deviden ditemukan pengaruh negatif atas nilai perusahaan. Sedangkan, hasil penelitian terhadap variabel *intervenning* menyatakan bahwa *free cash flow* dan harga saham ditemukan pengaruh negatif atas kebijakan deviden. Kebijakan deviden dapat memediasi *free cash flow* atas nilai perusahaan, namun tidak dapat memediasi harga saham atas nilai perusahaan.

Keterbatasan dalam penelitian ini yaitu terbatasnya sampel perusahaan yang

hanya memilih perusahaan manufaktur sektor aneka industri pada periode 2016-2018.

15. Harijanto (2017)

Penelitian dengan judul “Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Nilai Perusahaan Dimediasi Manajemen Laba” merupakan penelitian yang berfokus di perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi pada Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu 2011-2014. Perusahaan yang dijadikan sampel yaitu sejumlah 16 perusahaan dengan teknik *purposive sampling*. Teknik yang dipilih dalam analisis data yaitu regresi linier sederhana, regresi linier berganda, dan *path analysis*.

Variabel konsekuen yang digunakan yaitu *corporate value* dengan cara pengukuran Tobin’s Q. Sementara itu, variabel stimulus yang digunakan yaitu *free cash flow* diukur dari hasil aliran kas operasi perusahaan yang dikurangi dengan pengeluaran modal bersih perusahaan dan modal kerja perusahaan. Penelitian ini terdapat variabel *intervening* yakni *earnings management* yang diukur dari *discretionary accruals* (DA).

Hasil penelitian terhadap variabel konsekuen menyatakan bahwa *free cash flow* dan *earnings management* berpengaruh positif terhadap *corporate value*. Sementara itu, hasil penelitian terhadap variabel *intervening* menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap *earnings management*. *Earnings management* tidak dapat memediasi *free cash flow* terhadap *corporate value*.

Keterbatasan dalam penelitian ini yaitu terbatasnya obyek penelitian dan disarankan untuk penelitian berikutnya menggunakan perusahaan dengan lingkup lebih luas. Kesalahan dalam pemilihan yang kurang tepat terhadap variabel *intervening* dan disarankan untuk penelitian berikutnya menggunakan variabel moderasi. Pemilihan variabel yang berhubungan dengan *free cash flow* masih kurang dan disarankan untuk penelitian berikutnya menambah variabel antara lain yaitu kebijakan hutang dan kebijakan dividen.

16. Sari dan Wirajaya (2017)

Penelitian dengan judul “Pengaruh *Free Cash Flow* dan Risiko Bisnis pada

Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel *Intervening*” merupakan penelitian yang berfokus di perusahaan *property* dan *real estate* pada Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu 2011-2015. Perusahaan yang dijadikan sampel sejumlah 29 perusahaan dengan metode *purposive sampling*. Metode yang dipilih dalam analisis data yaitu analisis jalur (*path analysis*).

Variabel konsekuen yang digunakan yaitu nilai perusahaan dengan cara pengukuran Tobin’s Q. Sementara itu, variabel stimulus yang digunakan yaitu *free cash flow* dilihat dari hasil aliran kas operasi perusahaan yang dikurangi dengan pengeluaran modal bersih perusahaan dan modal kerja bersih perusahaan dari total asset dan risiko bisnis yang diukur dengan BRISK. Penelitian ini terdapat variabel *intervening* yakni kebijakan hutang yang dilihat dari *Debt to Equity Ratio* (DER).

Hasil penelitian terhadap variabel dependen menyatakan bahwa ditemukannya pengaruh antara *free cash flow* dan risiko bisnis atas nilai perusahaan. Selain itu, kebijakan hutang ditemukan pengaruh positif atas nilai perusahaan. Sementara itu, hasil penelitian terhadap variabel *intervening* menyatakan bahwa *free cash flow* ditemukan pengaruh positif atas kebijakan hutang. Sedangkan pada risiko bisnis ditemukan pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil pada variabel *intervening* menyatakan tidak dapat memediasi hubungan risiko bisnis antara kebijakan hutang atas nilai perusahaan.

Keterbatasan dalam penelitian ini yaitu terbatasnya variabel yang dipilih dan pemilihan tahun pengamatan yang sudah lama sehingga hanya 65,9 persen yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian berikutnya diharapkan dapat memperluas variabel seperti struktur kepemilikan perusahaan dan menggunakan tahun pengamatan terbaru.

17. Widiastarai dan Yasa (2018)

Penelitian dengan judul “Pengaruh Profitabilitas, *Free Cash Flow* dan Ukuran Perusahaan pada Nilai Perusahaan” merupakan penelitian yang berfokus di perusahaan *consumer goods* pada Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu 2011-2015. Perusahaan yang dijadikan sampel sejumlah 24 perusahaan dengan metode *non probability sampling*. Sementara itu, metode pengumpulan data

dengan observasi non partisipan dan metode yang dipilih dalam analisis data yaitu analisis regresi linear berganda.

Variabel konsekuen yang dipilih yaitu nilai perusahaan dengan cara pengukuran Tobin's Q. Variabel stimulus yang dipilih yaitu profitabilitas yang dilihat dari hasil *Return On Assets (ROA)*, *free cash flow* yang dipilih dari hasil aliran kas operasi perusahaan yang dikurangi dengan pengeluaran modal bersih perusahaan dan modal kerja bersih perusahaan dari total aset, dan ukuran perusahaan yang diukur dengan hasil dari jumlah besar kecilnya total aset perusahaan atau yang disebut dengan *size*.

Hasil penelitian membuktikan bahwa adanya pengaruh positif antara profitabilitas dan ukuran perusahaan atas nilai perusahaan. Sedangkan *free cash flow* tidak memiliki pengaruh atas nilai perusahaan karena dalam penelitian ini *free cash flow* tidak mempunyai posisi yang signifikan atas nilai perusahaan. Hal tersebut juga disebabkan karena ketakutan pemegang saham yang mengatakan *free cash flow* dalam perusahaan ada kemungkinan digunakan oleh manajer untuk kepentingan diri sendiri seperti melakukan tindakan oportunistik.

Dalam jurnal penelitian ini tidak dijelaskan keterbatasan pada proses penelitian. Namun terdapat saran untuk peneliti berikutnya agar mengembangkan variabel profitabilitas dan ukuran perusahaan serta menguji kembali menggunakan sampel dan periode waktu yang berbeda.

Tabel 2. Matriks Penelitian Sebelumnya

Penelitian terkait dengan *Dinamis Performance* Perusahaan

No	Nama Peneliti dan Tahun Penelitian	Sampel dan Alat Uji	Variabel	Hasil/Kesimpulan
1	Azizah et al. (2021)	Perusahaan manufaktur <i>go public</i> di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015 dengan Analisis regresi berganda	Transparansi GCG	Berpengaruh (+)
			Ukuran Dewan Komisaris	Berpengaruh (+)
2	Thendean dan Meita (2018)	Perusahaan asuransi di Bursa Efek	Ukuran Dewan Komisaris	Tidak Berpengaruh

		Indoneisa periode 2011-2015 dengan Analisis regresi linear berganda	Ukuran Dewan Direksi	Tidak Berpengaruh
			Kepemilikan Institusional	Berpengaruh
3	Putra (2016)	Perusahaan LQ45 di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2012 dengan Analisis regresi linier berganda	Ukuran Dewan Komisaris	Tidak Berpengaruh
			Proporsi Komisaris Independen	Berpengaruh (-)
			Rapat Dewan Komisaris	Tidak Berpengaruh
			Komite Audit	Berpengaruh (-)
			Rapat Komite Audit	Berpengaruh (+)
4	Marini dan Marina (2017)	Perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014 dengan Metode <i>purposive sampling</i>	Ukuran Dewan Komisaris	Berpengaruh
			Komisaris Independen	Berpengaruh
			Ukuran Dewan Direksi	Berpengaruh
			Komite Audit	Tidak Berpengaruh
5	Ramachandra dan Rathish (2017)	Perusahaan di Bursa Efek Malaysia periode 2008-2012	Tata Kelola Perusahaan	Berpengaruh (+)
6	Darmawan (2019)	Perusahaan <i>food</i> dan <i>beverages</i> di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015 dengan Analisis regresi berganda	Kepemilikan Keluarga	Tidak Berpengaruh
			Kepemilikan Asing	Tidak Berpengaruh
			Kepemilikan Institusional	Berpengaruh (+)
			<i>Leverage</i>	Berpengaruh
			Ukuran Perusahaan	Tidak Berpengaruh
7	Sairin (2018)	Perusahaan <i>property</i> dan <i>real estate</i> di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013 dengan Analisis regresi linier berganda	Kepemilikan Asing	Berpengaruh (-)
			Kepemilikan Publik	Berpengaruh (-)
			<i>Debt to Assets Ratio</i> (DAR)	Berpengaruh (+)
			<i>Ratio Times Intrest Earned</i> (TIE)	Tidak Berpengaruh
8	Tjahjadi dan Tjakrawala (2019)	Perusahaan manufaktur <i>consumer goods</i> di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2016 dengan Analisis regresi berganda	Kepemilikan Asing	Berpengaruh (+)
			Kepemilikan Publik	Tidak Berpengaruh
			Kepemilikan Manajerial	Berpengaruh (+)

9	Dewi dan Dewi (2020)	Perusahaan jasa di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2017 dengan analisis data regresi linier berganda	Kinerja Keuangan	Berpengaruh (+)
			<i>Intellectual Capital</i>	Tidak Berpengaruh
10	Lubis dan Ovami (2020)	Perusahaan industri dasar dan kimia di Bursa Efek Indonesia dengan analisis regresi linier berganda	Modal Intelektual	Berpengaruh (+)
11	Halim dan Wijaya (2020)	Perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2018 dengan metode analisis regresi linear	Modal Intelektual	Berpengaruh (-)
			Manajemen Risiko	Berpengaruh
12	Ningsih dan Hariyati (2020)	Perusahaan <i>listing</i> di Jakarta Islamic Index periode 2013-2017 dengan metode SPSS 23 dan analisis regresi variabel <i>intervening</i>	Kinerja Keuangan	Berpengaruh (+)
			<i>Intellectual Capital</i>	Tidak Berpengaruh
13	Hamdan (2018)	Perusahaan dua negara Gulf Cooperation Council countries yang antara lain Kingdom of Saudi Arabia dan Kingdom of Bahrain pada periode 2014-2016	Modal Intelektual	Berpengaruh
14	Yuliana (2020)	Perusahaan manufaktur sub sektor aneka industri pada Bursa Efek Indonesia periode 2016-2018 dengan metode analisis statistik deskriptif, uji statistik, dan pengujian hipotesis	<i>Free Cash Flow</i>	Berpengaruh (+)
			Harga Saham	Berpengaruh (+)
			Kebijakan Deviden	Berpengaruh (-)

15	Harijanto (2017)	Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2014 dengan metode analisis regresi linier sederhana, regresi linier berganda, dan path analysis	<i>Free Cash Flow</i>	Berpengaruh (+)
			Earnings Management	Signifikan (+)
16	Sari dan Wirajaya (2017)	Perusahaan <i>property</i> dan <i>real estate</i> di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015 dengan metode <i>path analysis</i>	<i>Free Cash Flow</i>	Berpengaruh
			Risiko Bisnis	Berpengaruh
17	Widiastarai dan Yasa (2018)	Perusahaan consumer goods yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015 dengan metode analisis regresi linear berganda	<i>Profitabilitas</i>	Signifikan (+)
			<i>Free Cash Flow</i>	Tidak Berpengaruh
			Ukuran Perusahaan	Signifikan (+)

2.3. Model Penelitian

Konsep penelitian ini yaitu membahas mengenai bagaimana hubungan antara kepemilikan asing, ukuran dewan komisaris, *intellectual capital*, *free cash flow* dan *dinamis performance* perusahaan. Teori yang berkaitan dengan penelitian ini yaitu teori keagenan (*agency theory*) dan teori sinyal (*signalling theory*).

Teori keagenan merupakan salah satu teori yang melandasi penelitian ini yang menjelaskan mengenai hubungan manajer perusahaan yang bersifat kontrak dengan *principal*. Kaitan teori keagenan dengan penelitian ini yaitu berkaitan dengan *corporate governance* pada suatu perusahaan. Perilaku yang dikeluarkan antar manajer dan *principal* memiliki perbedaan yang menimbulkan konflik keagenan. Konflik keagenan bermula saat ditemukannya pemisah dari kepemilikan dan pengendalian suatu yang sering terjadi karena kurangnya informasi yang dilakukan oleh pihak prinsipal sehingga pihak investor

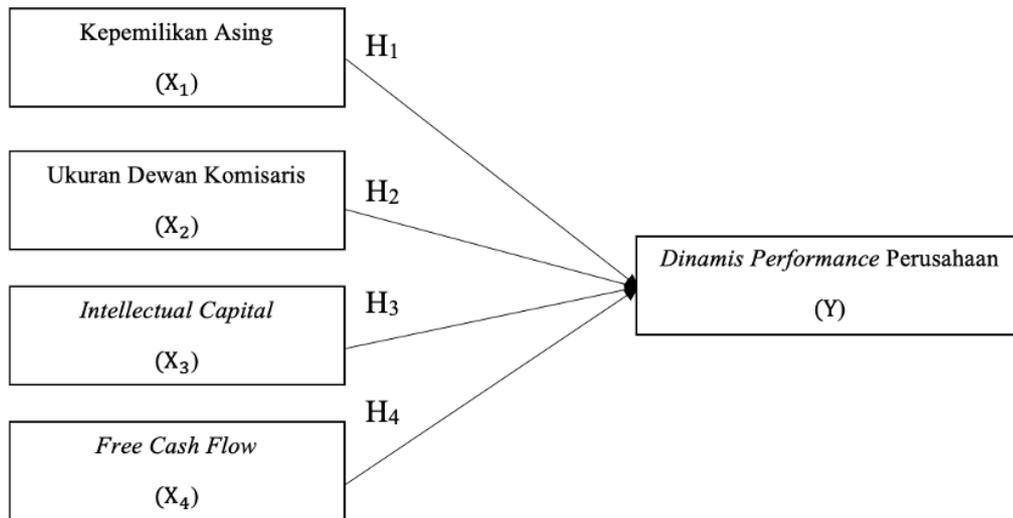
beranggapan mengalami kerugian serta adanya perbedaan kepentingan (Fama & Jensen, 1983). Dalam hal tersebut variabel struktur kepemilikan yang diproyeksikan dengan struktur kepemilikan asing dapat berperan aktif dalam mengurangi konflik antar manajemen dan investor.

Variabel dewan komisaris juga berkaitan dengan teori *agency* yang berperan dalam mengawasi kegiatan dewan direksi agar sejalan dengan kepentingan pemegang saham dengan tujuan dapat meminimalisir konflik *agency* antara dewan direksi dengan pemegang saham (Wardhani, 2006). Penilaian keberhasilan dari dewan komisaris yaitu dinilai dari total jumlah ukuran dewan komisaris maka dapat memberikan penilaian seberapa efektif kinerja manajemen perusahaan dalam bertanggung jawab atas pemegang saham.

Teori sinyal merupakan teori yang menjelaskan mengenai pentingnya sinyal yang diperlukan *stakeholder* di luar perusahaan untuk mengetahui informasi terkini yang berkaitan dengan rencana investasi yang akan dilakukan. Variabel yang berkaitan yaitu *free cash flow* yang unggul dalam menciptakan sinyal positif adanya kelebihan *cash flow* yang bisa didistribusikan ke pemegang saham. Jika *free cash flow* yang cukup maka sinyal kepada investor akan baik sehingga dapat berinvestasi untuk menciptakan nilai perusahaan yang tinggi dengan indikasi harga saham semakin bertumbuh untuk pemegang saham.

Variabel *intellectual capital* juga berkaitan langsung dengan teori sinyal yang dimana jika *intellectual capital* perusahaan baik dan sesuai kapasitas yang diperlukan perusahaan serta *corporate governance* manajemen yang bersinergi dengan *stakeholder* diharapkan dapat meningkatkan pertumbuhan *dinamis performance* perusahaan yang positif.

Berdasarkan konsep penelitian dari teori yang tertera serta penelitian terdahulu maka peneliti menciptakan kerangka konsep penelitian sebagai berikut:



Gambar 4. Kerangka Konsep Penelitian

2.4. Hipotesis

Berdasarkan kerangka konsep penelitian di atas, maka peneliti mencoba mengembangkan hipotesis dari serangkaian penelitian sebelumnya yang relevan dengan hipotesis yang dikemukakan di penelitian ini.

2.4.1 Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap *Dinamis Performance* Perusahaan

Dalam penilaian *performance* perusahaan, terdapat aspek penting yang perlu diperhatikan yaitu struktur kepemilikan sebuah perusahaan. Dalam pengertiannya struktur kepemilikan mempunyai arti sebagai bentuk kepercayaan para pihak pemegang saham saat mengawasi perusahaan dengan posisi tertentu terhadap manajer. Terdapat dua aspek yang harus dicermati pada struktur kepemilikan yaitu konsentrasi kepemilikan yang berasal dari pihak luar perusahaan (*outsider ownership concentration*) dan manajer dengan kedudukan kepemilikan perusahaan (*manager ownership*) (Widyastuti, 2004). Kepemilikan asing merupakan bentuk presentasi pemegang saham dalam suatu perusahaan yang dimiliki pihak luar atau disebut investor asing (Wiranata & Nugrahanti, 2013). Dalam sebuah perusahaan domestik jika terdapat investor asing maka akan memberikan dampak positif terhadap pengawasan *performance* perusahaan yang meningkat semakin baik. Selain itu, dengan adanya pihak yang berkompeten dalam kontrak dengan investor asing maka dapat menimbulkan

dampak baik pada peningkatan *performance* perusahaan yang menyebabkan perusahaan tersebut dapat dilirik oleh para calon investor lainnya.

Kepemilikan asing yaitu pemodal yang dilakukan oleh pihak yang bersumber dari luar negeri yang berlokasi di suatu perusahaan domestik yang memiliki beberapa bagian saham dan kepemilikan suara pada perusahaan yang bersangkutan. Penanaman modal yang dilakukan biasanya berbentuk saham serta pembangunan perusahaan domestik (Fanani & Hendrick, 2016).

Dalam sebuah perusahaan, kepemilikan asing diakui *concern* terhadap kenaikan *good corporate governance* (Wiranata & Nugrahanti, 2013). Jika suatu perusahaan terdapat banyak pihak asing yang menginvestasikan modalnya diperusahaan yang bersangkutan maka *performance* perusahaan akan terus berkembang baik. Hal tersebut dikarenakan pihak asing memberikan dampak positif pada *performance* perusahaan dalam bentuk wawasan bidang manajemen, teknologi, inovasi, keahlian dan pengembangan.

Kepemilikan asing berkaitan langsung dengan *agency theory* yang dimana menjelaskan mengenai hubungan manajer perusahaan dengan sifat kontrak terhadap *principal*. *Agency theory* yang berhubungan dengan *corporate governance* suatu perusahaan menjelaskan terdapat perilaku antar manajer dan *principal* memiliki perbedaan yang menimbulkan konflik keagenan. Konflik keagenan bermula saat ditemukannya pemisah dari kepemilikan dan pengendalian suatu yang sering terjadi karena kurangnya arahan yang dipenuhi oleh pihak *principal* sehingga pihak investor beranggapan mengalami kerugian serta adanya perbedaan kepentingan (Fama & Jensen, 1983).

Penelitian ini searah dengan penelitian terdahulu yang telah diteliti oleh Sairin (2018) serta Tjahjadi dan Tjakrawala (2019) menjabarkan bahwa kepemilikan asing berpengaruh terhadap *dinamis performance* perusahaan. Penelitian terdahulu membuktikan bahwa *performance* perusahaan akan meningkat jika diawasi oleh pihak investor asing dalam bentuk pengawasan kegiatan perusahaan hingga kegiatan manajer agar dapat memastikan bahwa perusahaan menjalankan manajemennya dengan baik.

H1 : Kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap *dinamis performance* perusahaan.

2.4.2 Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris terhadap *Dinamis Performance* Perusahaan

Dewan komisaris dapat dikatakan sebagai komponen penting dalam berjalannya praktek *corporate governance* yang mempunyai tugas untuk menanggung elemen strategi suatu perusahaan, menjalankan aktivitas kontrol terhadap manajer, dan menganjurkan terlaksananya akuntabilitas pada sebuah perusahaan (Purwaningtyas, 2011). Dewan komisaris memiliki sebutan penting yaitu sebagai wakil dari pemegang saham pada suatu perusahaan hukum (Mulyadi, 2002). Dewan komisaris mempunyai kewajiban yaitu memeriksa efektifitas praktek *corporate governance* yang baik dan diterapkan oleh perseroan jika memerlukan penyesuaian (Antonia, 2008).

Dalam sebuah perusahaan, dewan komisaris termasuk pihak yang berwenang dalam melangsungkan pengawasan yang sejalan dengan anggaran dasar serta penasehat dewan direksi beserta komite-komite dibawahnya. Bentuk pengawasan yang dijalankan dewan komisaris yaitu gerakan pencegahan, perbaikan, dan pemberhentian sementara. Dewan komisaris bertanggung jawab atas menjamin pengendalian perusahaan yang dilakukan manajer untuk meningkatkan *dinamis performance* perusahaan (KNKG, 2006).

Dewan komisaris merupakan bagian tertinggi dalam komponen intern perusahaan yang mempunyai tanggung jawab langsung atas pengendalian perilaku manajemen teratas (Fama & Jensen, 1983). Dewan komisaris mempunyai fungsi monitoring yang ditentukan dari total jumlah ukuran dewan komisaris (Regar, 2000). Jumlah atau ukuran dewan komisaris sangat mempengaruhi praktek *corporate governance* (Jensen, 1993). Jika ukuran dewan komisaris meningkat, maka berdampak pada wawasan serta pengalaman yang terus meningkat, hal tersebut menghasilkan manajemen akan menerima informasi yang lebih luas dan mendalam dengan tujuan dapat meningkatkan *dinamis performance* perusahaan.

Ukuran dewan komisaris berkaitan langsung dengan *agency theory* yang dimana mempunyai peran untuk kontrol atas kinerja dewan direksi agar sejalan dengan kepentingan pemegang saham dengan tujuan dapat meminimalisir konflik *agency* yang muncul dari pihak dewan direksi dengan pihak pemegang saham (Wardhani, 2006). Ukuran dewan komisaris dapat memberikan penilaian seberapa tingkat efektif *performance* manajemen perusahaan dalam pertanggung jawaban terhadap pemegang saham.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang diteliti oleh Azizah et al. (2021), Marini dan Marina (2017) yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris terdapat pengaruh pada *dinamis performance* perusahaan. Penelitian terdahulu mengatakan ukuran dewan komisaris dapat memajukan taraf laporan keuangan serta memikat para investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan. Hal tersebut diakibatkan karena ukuran dewan komisaris bekerja untuk melakukan pengamatan dalam meminimalisir tingkat perilaku kecurangan yang dijalankan pihak manajemen perusahaan.

H2 : Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap *dinamis performance* perusahaan.

2.4.3 Pengaruh *Intellectual Capital* terhadap *Dinamis Performance* Perusahaan

Intellectual Capital mempunyai komponen penting dalam mengembangkan perusahaan untuk mengatasi kinerja yang berfluktuasi dan cenderung menurun. Salah satu faktor penting untuk mengimbangi perkembangan teknologi dan ketetapan persaingan bisnis yang semakin tinggi diantara perusahaan manufaktur perlu dilakukan investasi pada sumber daya manusia yang mengolahnya secara berkesinambungan (Schuler dan Jackson, 1996). Investasi pada sumber daya manusia adalah membangun *intellectual capital* dengan memberikan wawasan, pengetahuan baru dan inovatif sehingga dapat menghasilkan *dinamis performance* perusahaan yang tinggi ditengah berkembangnya teknologi yang terus meningkat canggih serta meningkatnya persaingan bisnis yang semakin ketat diantara perusahaan manufaktur. *Intellectual capital* disebut sebagai pengetahuan pada sumber daya manusia yang dapat menghasilkan sesuatu yang bermakna (Bruggen et al., 2009)

Dalam definisinya, *intellectual capital* merupakan sebuah aset yang tidak berwujud seperti sumber informasi dan sumber pengetahuan, kemampuan karyawan dan manajer serta kemampuan berkompetensi yang mempunyai tujuan utama untuk bersaing pada pasar serta meningkatkan *performance* perusahaan dalam bentuk menghadirkan suatu nilai tambah serta keunggulan kompetitif berkelanjutan (Pangestika, 2010). *Intellectual capital* merupakan kaitan 3 elemen utama yaitu *human capital*, *structural capital*, dan *physical capital* yang berhubungan langsung dengan pengetahuan dan teknologi yang dapat menciptakan nilai lebih pada keunggulan persaingan perusahaan (Sawarjuwono dan Kadir, 2003). Investor akan rela mengeluarkan dana lebih atas saham perusahaan yang mempunyai tingkat modal intelektual yang tinggi dibanding kepemilikan modal intelektual rendah. Nilai yang dibayarkan tersebut menyatakan tingkat keberhasilan suatu perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Intellectual capital berkaitan langsung dengan teori sinyal yang dimana jika *intellectual capital* perusahaan baik dan sesuai kapasitas yang diperlukan perusahaan serta *corporate governance* manajemen yang bersinergi dengan *stakeholder* diharapkan dapat meningkatkan pertumbuhan *dinamis performance* perusahaan yang positif. Dalam suatu perusahaan jika mempunyai *intellectual capital* maka perusahaan tersebut dapat bersaing antar perusahaan dalam mendapatkan profitabilitas yang tinggi. Hal tersebut akan berdampak bagi investor untuk menjalankan investasinya sehingga tingkat *performance* perusahaan akan meningkat.

Penelitian ini seiring dengan penelitian terdahulu yang diteliti oleh Lubis dan Ovami (2020), dan Hamdan (2018) yang menjabarkan bahwa *intellectual capital* berpengaruh terhadap *dinamis performance* perusahaan. Penelitian terdahulu membuktikan bahwa sistem pengelolaan yang baik dalam suatu perusahaan akan membangun *value added* yang dapat meningkatkan *performance* perusahaan pada kepentingan *stakeholder*. Selain itu, jika sistem pengelolaan berjalan dengan baik maka dapat membangun keunggulan kompetitif yang akan meningkatkan *performance* perusahaan (Chen et al., 2005).

H3 : *Intellectual capital* berpengaruh positif terhadap *dinamis performance* perusahaan.

2.4.4 Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dinamis Performance* Perusahaan

Dalam penilaian kinerja, kondisi perusahaan perlu dipastikan agar tetap dalam kondisi sehat. Dengan menunjukkan perusahaan terdapat *free cash flow* yang menandakan bahwa tidak ada kewajiban jangka pendek dan pembagian dividen untuk pemegang saham yang terabaikan (Hasana et al., 2017). Perusahaan yang mempunyai keunggulan pada *free cash flow* maka dapat menunjukkan kemampuan perusahaan dalam kegiatan operasinya yang berdampak pada penilaian investor apakah perusahaan tersebut dapat dikatakan berhasil dalam menjaga stabilitas kegiatan operasinya.

Free cash flow disebut sebagai nilai *cash flow* yang berlebih dan dapat digunakan sebagai pendanaan seluruh project dengan fokus mempunyai nilai bersih sekarang (*net present value*) yang bernilai positif saat dilakukan diskonto dengan biaya modal yang signifikan (Jensen, M. C., 1986). *Free cash flow* ialah bentuk dari arus kas bebas milik suatu perusahaan dengan tujuan akhir diberikan kepada pemegang saham serta kreditur diluar dari arus kas yang digunakan oleh perusahaan pada proses jalannya operasi, selain itu dapat menjadi tolak ukur kekuatan perusahaan dalam memberi keuntungan untuk pemegang saham (Brigham dan Houston, 2006).

Penilaian *performance* perusahaan dapat dilihat dari tingkat arus kas bebas perusahaan tersebut. Jika dalam suatu perusahaan menunjukkan nilai tingkatan arus kas bebas yang relatif besar maka besar kemungkinan perusahaan memiliki nilai *return* yang lebih besar dan tidak sebanding dengan perusahaan yang hanya mempunyai arus kas bebas yang rendah (Gregory dan Wang, 2010). Nilai *free cash flow* yang menjulang tinggi maka berakibat baik pada penilaian *performance* perusahaan yang dimana jika *performance* suatu perusahaan mengalami peningkatan akan berdampak pada harga saham yang meningkat pula.

Free cash flow berkaitan langsung dengan teori sinyal yang dimana menjelaskan mengenai pentingnya sinyal yang diperlukan *stakeholder* di luar perusahaan untuk mengetahui informasi terkini yang berkaitan dengan rencana investasi yang akan dilakukan (Jogiyanto, 2014). Jika *free cash flow* suatu perusahaan cukup maka sinyal kepada investor akan baik sehingga dapat memikat investor untuk melakukan investasi dalam menciptakan nilai perusahaan yang tinggi dengan indikasi harga saham semakin bertumbuh untuk pemegang saham.

Penelitian ini seiring dengan penelitian terdahulu yang diteliti oleh Sari dan Wirajaya (2017), Yuliana (2020), dan Harijanto (2017) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap *dinamis performance* perusahaan. Penelitian terdahulu menjabarkan bahwa tingkat *free cash flow* yang tinggi akan berdampak pada *performance* perusahaan yang semakin meningkat dari nilai *return*. *Free cash flow* merupakan cerminan jumlah kas yang tersedia yang tidak dikenakan untuk investasi pada aset tetap. Manajemen perusahaan akan berupaya untuk meningkatkan nilai *free cash flow* dalam menciptakan *performance* perusahaan yang baik (Wang, 2010).

H4: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dinamis performance* perusahaan.