

BAB II

TELAAH LITERATUR

2.1 Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Menurut Dewi dan Sujana (2019), teori sinyal mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Teori sinyal ialah suatu tindakan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan guna memberi gambaran terhadap investor mengenai prospek perusahaan (Brigham dan Houston, 2001 dalam Pradnyana dan Noviari, 2017). Perspektif teori sinyal menekankan bahwa perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan memberikan sinyal kepada investor melalui pelaporan informasi terkait kinerja perusahaan sehingga dapat memberikan gambaran akan prospek usaha di masa datang (Ayu & Suarjaya, 2017).

Teori sinyal menyatakan bahwa terdapat kandungan informasi pada pengumuman suatu informasi yang dapat menjadi sinyal bagi investor dan pihak potensial lainnya dalam mengambil keputusan ekonomi (Lestari & Saitri, 2017). Menurut Panggau dan Septiani (2017), teori sinyal menyatakan tentang bagaimana suatu perusahaan menyajikan sinyal-sinyal pada pengguna laporan keuangan. Informasi merupakan unsur penting bagi investor sebagai pelaku bisnis karena informasi tersebut memberikan keadaan, catatan atau gambaran baik perusahaan pada masa lalu, saat ini maupun masa yang akan datang (Panggau & Septiani, 2017). Berdasarkan teori ini maka pengumuman laporan keuangan atau

laporan audit merupakan informasi yang penting dan dapat mempengaruhi dalam proses pengambilan keputusan (Scott, 2010 dalam Lestari & Saitri, 2017).

Setiyono dan Amanah (2016) mengatakan bahwa teori ini menjelaskan bahwa laporan keuangan yang baik merupakan sinyal atau tanda bahwa perusahaan juga telah beroperasi dengan baik. Dengan prospek perusahaan yang baik akan dilihat oleh investor melalui laporan keuangan (Zuhrufah & Paramita, 2019). Pertumbuhan prospek tersebut oleh investor akan ditangkap sebagai sinyal positif sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan di mata investor yang tercermin dari meningkatnya harga saham perusahaan (Ayu & Suarjaya, 2017).

Menurut Zainudin dan Hartono (1999) dalam Setiyono dan Amanah (2016), informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan *signal* bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Menurut Ayu dan Suarjaya (2017), semakin tinggi angka profitabilitas yang tercantum pada laporan keuangan, berarti semakin baik kinerja keuangan perusahaan, maka akan mencerminkan kekayaan investor yang semakin besar dan prospek perusahaan kedepan dinilai semakin menjanjikan. Jika laporan tersebut memberikan nilai yang positif, maka akan menjadi *signal* positif bagi investor untuk menginvestasikan dananya pada perusahaan tersebut (Sakti, 2010 dalam Zuhrufah dan Paramita, 2019).

2.2 Shareholder Value

Shareholder value is the financial worth owners of a business receive for owning shares in the company (www.corporatefinanceinstitute.com). Pernyataan tersebut

dapat diartikan bahwa *shareholder value* (nilai pemegang saham) adalah suatu nilai (kekayaan) finansial yang diperoleh pemilik bisnis (pemegang saham) atas kepemilikan sahamnya di suatu perusahaan. Bhasin (2013) dalam Sharma dan Grover (2015) mengatakan bahwa tujuan utama manajemen keuangan adalah memaksimalkan *shareholder's value*.

Menurut Emengini *et al* (2017), tujuan utama perusahaan sebenarnya adalah meningkatkan *shareholder value* atau nilai pemegang saham baik dengan cara membayarkan dividen, membuat harga saham meningkat, dan/atau menghasilkan laba sebesar mungkin. Menurut Narayana (2014) dalam Emengini *et al* (2017), *shareholder value* tercermin dalam harga pasar bagian sahamnya dalam perusahaan. Menurut Emengini *et al* (2017), *shareholder value* suatu perusahaan dapat diketahui dengan menghitung *returns* yang dihasilkan untuk para pemegang saham.

Sharma dan Grover (2015) mengatakan, "*Shareholder value started to take on a life of its own as a result of the Capital Asset Pricing Model (CAPM), which argues that the returns both received and expected by investors are related to the risk incurred by owning particular financial assets.*" Pernyataan tersebut berarti *shareholder value* ada sebagai hasil dari *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* yang menyatakan bahwa imbal hasil (*returns*) yang diterima dan diharapkan oleh investor terkait dengan risiko yang timbul karena memiliki aset keuangan tertentu. *Shareholder value* juga dapat dipahami sebagai kapitalisasi pasar saham perusahaan pada suatu waktu tertentu (Emengini *et al*, 2017).

2.3 *Shareholder Value Creation*

Peningkatan *shareholder value creation* telah mendapat perhatian eksekutif perusahaan di seluruh dunia (Vijayalakshmi & Manoharan, 2015). Menurut Sharma & Grover (2015), penciptaan nilai pemegang saham (*shareholder value creation*) merupakan imbal hasil (*return*) yang dihasilkan oleh perusahaan di atas biaya modalnya. Perusahaan menciptakan nilai bagi para pemilik (pemegang saham) dengan menginvestasikan sejumlah dana untuk menghasilkan lebih banyak kas di masa yang akan datang (Koller *et al*, 2020).

Menurut Suropto (2015), kreditur dan pemilik perusahaan menginvestasikan uangnya ke dalam perusahaan, mereka menciptakan sebuah *opportunity cost* yang sama dengan *return* yang mungkin akan diperoleh dari investasi lain yang sejenis dan memiliki risiko yang sama. *Opportunity cost* ini adalah *cost of capital* perusahaan. Prinsip *cost of capital* adalah prinsip substitusi, seorang investor tidak akan mau membiayai sebuah investasi jika ada investasi lain yang lebih menarik. *Cost of capital* perusahaan adalah *cost* setiap sumber modal, yang ditimbang sesuai dengan struktur modal perusahaan (Suropto, 2015).

Menurut Bodie *et al* (2018), meskipun ukuran profitabilitas seperti *ROA* (*Return on Assets*), *ROC* (*Return on Capital*), dan *ROE* (*Return on Equity*) umum digunakan untuk mengukur kinerja, profitabilitas sesungguhnya tidaklah cukup. Bodie *et al* (2018) mengatakan, “*A firm should be viewed as successful only if the return on its projects is better than the rate investors could expect to earn for themselves (on a risk-adjusted basis) in the capital market.*” Pernyataan tersebut dapat diartikan bahwa suatu perusahaan seharusnya dipandang berhasil hanya jika

imbal hasil (*return*) yang dihasilkan lebih baik daripada tingkat *return* yang diharapkan akan diterima investor di pasar modal.

Menurut Suratno (2005) dalam Djaja (2017), para manajer perusahaan diwajibkan menciptakan nilai bagi investor dengan cara memperoleh selisih laba bersih setelah pajak dengan total biaya modal rata-rata yang perlu diperhitungkan atas penggunaan sejumlah dana. Investor bersedia menginvestasikan uangnya di suatu perusahaan karena mengharapkan *return* tertentu sebagai tingkat profitabilitas minimum yang diharapkan dari investasi, yang disebut biaya modal. Investor dapat dengan mudah mencapai *return* dengan melakukan diversifikasi atau portofolio investasi di pasar modal jangka panjang. Investor juga dapat menarik uang mereka dari perusahaan ketika alternatif investasi di perusahaan lain lebih menguntungkan (Suratno, 2005 dalam Djaja, 2017).

Menurut Vijayalakshmi dan Manoharan (2013) dalam Sharma dan Grover (2015), bagi pertumbuhan perusahaan, penciptaan nilai pemegang saham telah menjadi area yang dapat difokuskan. Untuk menciptakan nilai bagi para pemegang sahamnya, perusahaan harus menghasilkan *return* atas modal yang diinvestasikan (*invested capital*) yang melampaui biaya modal (Young & O'Byrne, 2001). Bagi sebagian besar perusahaan di dunia, penciptaan nilai pemegang saham jangka panjang juga mengharuskan perusahaan untuk memperhatikan kepentingan *stakeholder* lainnya (Koller *et al*, 2020). Menurut Sharma dan Grover (2015), penciptaan nilai pemegang saham (*shareholder value creation*) dapat diukur dengan metode *Economic Value Added (EVA)*.

2.4 *Economic Value Added (EVA)*

Economic Value Added (EVA) pada dasarnya adalah ukuran sejauh mana perusahaan menciptakan nilai tambah secara ekonomis bagi pemegang saham (Suripto, 2015). Menurut Raju (2016), *EVA* merupakan sebuah alat yang berguna bagi investor yang ingin menentukan seberapa baik perusahaan menghasilkan nilai bagi para investornya, dan dapat dibandingkan dengan perusahaan sejenis untuk analisis singkat mengenai seberapa baik perusahaan beroperasi dalam industrinya. Konsep ini dikembangkan oleh Stern Stewart & Co dan merupakan sebuah ukuran kinerja yang mencoba mengukur laba ekonomis sesungguhnya (*true economic profit*) yang dihasilkan perusahaan (Raju, 2016). *EVA* juga merupakan ukuran kinerja yang berkaitan langsung dengan kemakmuran pemegang saham sepanjang waktu (Suripto, 2015).

Menurut Sharma dan Grover (2015), *EVA* merupakan suatu ukuran kinerja keuangan yang berbeda dari kebanyakan metode lainnya karena *EVA* memasukkan total biaya atas modal yang digunakan perusahaan sebagai pengurang atas laba. *EVA* merupakan alat komunikasi yang sangat efektif baik untuk membuat konsep penciptaan nilai yang dapat diakses oleh manajer lini yang pada akhirnya mendorong kinerja perusahaan dan untuk menghubungkan dengan pasar modal (Young & O'Byrne, 2001).

Stern *et al* (1996) dalam Sharma dan Grover (2015) mengatakan bahwa *EVA* menonjol di antara yang lain sebagai ukuran terbaik atas penciptaan kekayaan dalam basis kontemporer dan hampir 50% lebih baik daripada ukuran berbasis akuntansi terdekatnya (termasuk *EPS*, *ROE*, dan *ROI*) dalam

menjelaskan perubahan kekayaan pemegang saham. Menurut Suropto (2015), secara konseptual *EVA* mempunyai keunggulan dibandingkan dengan ukuran kinerja konvensional, seperti *earning* karena berbagai alasan sebagai berikut:

1. *Economic Value Added (EVA)* sebagai metode pengukuran kinerja keuangan, juga merupakan kerangka kerja manajemen keuangan yang komprehensif, mencakup berbagai fungsi mulai dari *strategic planning*, *capital allocation*, *operating budget*, *performance measurement*, *management compensation*, hingga *internal-external communication*.
2. *Economic Value Added (EVA)* dinilai mampu memainkan peran sebagai suatu sistem insentif kompensasi yang dapat mengarahkan perusahaan dalam mencapai tujuan hakikinya, yaitu menciptakan nilai untuk pemegang saham.
3. *Economic Value Added (EVA)* juga bisa dipakai untuk mentransformasikan budaya perusahaan, sehingga semua elemen di dalam organisasi menjadi lebih peka dan sadar untuk terus menciptakan nilai bagi pemegang saham.
4. *Economic Value Added (EVA)* dapat mendorong setiap manajer memainkan peran seperti layaknya pemegang saham perusahaan melalui penerapan *value-based compensation*.

Menurut Suratno (2005) dalam Djaja (2017), *EVA* juga mempunyai beberapa kelemahan-kelemahan yang harus diperhatikan, antara lain:

1. Nilai *EVA* hanya menggambarkan penciptaan nilai penggunaan modal suatu perusahaan pada tahun tertentu.
2. Bila menggunakan *EVA* sebagai alat ukur, kita harus melihat nilai *EVA* masa kini dan masa datang.

3. Perhitungan *EVA* memerlukan estimasi atas biaya modal. Estimasi ini perlu digunakan oleh perusahaan-perusahaan yang belum *go public* yang menggunakan *EVA* sebagai salah satu alat ukur kinerja manajemen.
4. Adanya berbagai estimasi dalam perhitungan biaya modal dapat menimbulkan kesalahan perhitungan yang pada akhirnya mengurangi nilai manfaat *EVA*.

Menurut Djaja (2017), *EVA* berangkat dari pemikiran adanya nilai tambah ekonomis dari penciptaan nilai. *EVA* adalah suatu indikator yang dipakai untuk membandingkan *return* dari investasi modal dengan biaya modal investasi yang dikeluarkan. Penciptaan nilai tambah ekonomis pada pemegang saham terjadi jika angka *EVA* positif. Hal itu menunjukkan terciptanya nilai tambah ekonomis dari modal yang digunakan untuk investasi. Sebaliknya, angka *EVA* yang negatif menunjukkan adanya destruksi atau perusakan nilai pemegang saham karena tingkat *return* modal yang lebih kecil dari biaya modal (Djaja, 2017).

Menurut Suropto (2015), respon positif investor terhadap *EVA* sangat beralasan, nilai *EVA* yang positif menandakan bahwa perusahaan dapat memberikan nilai tambah ekonomis sesuai dengan *return* yang diharapkan oleh investor. Perusahaan bukan hanya bisa menutupi semua biaya operasional tetapi juga dapat memenuhi *return* yang diharapkan oleh investor/pemegang saham, yaitu biaya modal. Perusahaan mempunyai nilai tambah ekonomis (*economic profit*) apabila semua biaya operasional dan biaya modal dapat dipenuhi (Suropto, 2015).

Menurut Young dan O'Byrne (2001), *EVA* dapat diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$EVA = NOPAT - Capital Charges$$

Keterangan:

EVA : *Economic Value Added*

NOPAT : *Net Operating Profit After Tax*

Capital Charges : Biaya modal

Menurut Young dan O'Byrne (2001), *Net Operating Profit After Tax* (*NOPAT*) adalah laba operasi perusahaan setelah pajak, dan mengukur laba yang dihasilkan perusahaan dari operasi yang sedang berjalan. *NOPAT* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Young & O'Byrne, 2001):

$$NOPAT = EBIT - Taxes$$

Keterangan:

NOPAT : *Net Operating Profit After Tax*

EBIT : *Earnings Before Interest and Tax*, yaitu laba perusahaan sebelum dikurangi beban bunga dan pajak

Taxes : Beban pajak

Bodie *et al* (2018) mengatakan, "*The difference between operating revenues and operating costs is called operating income. Income or expenses from other, primarily nonrecurring, sources are then added or subtracted to obtain Earnings Before Interest and Taxes (EBIT).*" Pernyataan tersebut dapat diartikan bahwa selisih antara pendapatan dan beban operasi disebut laba operasi, yang kemudian ditambahkan atau dikurangi dengan penghasilan atau beban dari

sumber lain, terutama yang tidak berulang untuk memperoleh *EBIT*. *EBIT* adalah ukuran profitabilitas operasi perusahaan tanpa memperhitungkan beban bunga yang berasal dari pendanaan berupa utang (Bodie *et al*, 2018).

Menurut Ikatan Akuntan Indonesia (2018), beban pajak adalah jumlah gabungan pajak kini dan pajak tangguhan yang diperhitungkan dalam menentukan laba rugi pada suatu periode. Pajak kini adalah jumlah pajak penghasilan yang terutang (dipulihkan) atas laba kena pajak (rugi pajak) untuk suatu periode. Aset pajak tangguhan adalah jumlah pajak penghasilan yang dapat dipulihkan pada periode masa depan sebagai akibat adanya perbedaan temporer dapat dikurangkan, akumulasi rugi pajak belum dikompensasi, dan akumulasi kredit pajak belum dimanfaatkan, dalam hal peraturan perpajakan mengizinkan. Liabilitas pajak tangguhan adalah jumlah pajak penghasilan terutang pada periode masa depan sebagai akibat adanya perbedaan temporer kena pajak (Ikatan Akuntan Indonesia, 2018).

Biaya modal (*capital charges*) adalah total dari biaya kesempatan dari semua modal yang diinvestasikan perusahaan (Suripto, 2015). Menurut Young dan O'Byrne (2001), *capital charges* merupakan *invested capital* perusahaan dikalikan dengan *weighted-average cost of capital*. *Capital charges* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Young & O'Byrne, 2001):

$$\text{Capital Charges} = \text{WACC} \times \text{Invested Capital}$$

Keterangan:

Capital Charges : Biaya modal

WACC : *Weighted Average Cost of Capital*

Invested Capital : Modal yang diinvestasikan dalam perusahaan

Menurut Ross *et al* (2016), *cost of capital* adalah *return* minimum yang dipersyaratkan atas suatu investasi baru. *WACC* merupakan seluruh *required return* perusahaan secara keseluruhan. *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* adalah rata-rata tertimbang antara *cost of equity* dan *cost of debt* setelah pajak. Rumus yang digunakan untuk menghitung *WACC* adalah sebagai berikut (Ross *et al*, 2016):

$$WACC = (E/V) \times R_E + (D/V) \times R_D \times (1 - T_C)$$

Keterangan:

WACC : *Weighted Average Cost of Capital*

E : Ekuitas perusahaan

V : Jumlah ekuitas dan utang perusahaan (*E + D*)

R_E : *Cost of equity*

D : Utang (*debt*) perusahaan

R_D : *Cost of debt*

T_C : Tarif pajak perusahaan

Cost of equity adalah *return* yang dipersyaratkan investor ekuitas atas investasinya dalam perusahaan (Ross *et al*, 2016). Menurut Djaja (2017), *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* merupakan metode yang paling umum digunakan oleh penilai dalam menentukan biaya ekuitas (*cost of equity*) perusahaan. Model

CAPM adalah model yang mendeskripsikan hubungan antar *risk* dan *return* dari sekuritas-sekuritas yang membentuk portofolio investasi dan digunakan untuk menentukan harga sekuritas yang berisiko (Djaja, 2017). *Cost of equity* ditentukan dengan mengestimasi *return* ekspektasian pada portofolio pasar, disesuaikan dengan risiko dari perusahaan yang dinilai (Koller *et al*, 2020). Penentuan *cost of equity* dengan *Capital Asset Pricing Model* dihitung dengan rumus sebagai berikut (Hartono, 2017):

$$E(R_i) = R_{BR} + \beta_i \cdot [E(R_M) - R_{BR}]$$

Keterangan:

$E(R_i)$: *Return* ekspektasian atau *cost of equity*

R_{BR} : Tingkat imbal hasil bebas risiko (*risk-free rate*)

β_i : *Systematic risk* atau koefisien *beta*

$E(R_M)$: *Return* pasar ekspektasian (*expected market return*)

$E(R_M) - R_{BR}$: Premium risiko pasar (*market risk premium*)

Menurut Djaja (2017), *risk-free rate* merepresentasikan tingkat pengembalian instrumen keuangan yang bebas risiko. Dalam kenyataannya, tidak benar-benar ada suatu instrumen yang benar-benar bebas risiko. Namun, *risk-free rate* ini dapat diwakili dengan suatu instrumen yang mempunyai risiko yang sangat rendah atau memiliki kemungkinan *default* sangat kecil bahkan hampir tidak ada, atau dengan kata lain instrumen yang mempunyai *zero beta*. *Proxy risk-free rate* dalam praktiknya sering diwakili oleh instrumen keuangan yang

dikeluarkan pemerintah tempat perusahaan tersebut beroperasi. Hal ini karena instrumen yang dikeluarkan pemerintah mempunyai kemungkinan *default* yang sangat kecil. Bila instrumen keuangan pemerintah tersebut sampai *default*, berarti secara teknis negara tersebut sudah bangkrut (Djaja, 2017).

Menurut Djaja (2017), ada dua instrumen utama yang dikeluarkan oleh negara yang sering dipakai oleh penilai profesional, yaitu tingkat *yield* sekuritas yang dikeluarkan pemerintah yang bersifat jangka pendek untuk periode misalnya satu tahun dan tingkat *yield* obligasi jangka panjang yang dikeluarkan pemerintah yang mempunyai jatuh tempo dalam 10 sampai dengan 30 tahun. Pada kenyataannya, secara umum penilai lebih banyak menggunakan obligasi pemerintah jangka panjang sebagai *proxy* dari *risk-free rate*. Hal itu dikarenakan pada umumnya, perusahaan mempunyai tingkat pertumbuhan jangka panjang. Penggunaan instrumen obligasi jangka panjang akan *match* antara durasi dari obligasi dan durasi dari *cash flow* perusahaan yang sama-sama bersifat jangka panjang. Obligasi pemerintah dengan *maturity* 10 tahun umumnya *match* dengan *duration* indeks pasar saham (Djaja, 2017).

Menurut Smart *et al* (2017), *systematic risk* adalah bagian dari risiko investasi yang tidak dapat dihindari. *Systematic risk* berkaitan dengan faktor yang luas seperti pertumbuhan ekonomi, inflasi, tingkat bunga, dan peristiwa terkait politik yang mempengaruhi semua investasi dan oleh karenanya tidak unik untuk investasi tunggal manapun (Smart *et al*, 2017). Koefisien *beta* merupakan jumlah *systematic risk* yang ada pada suatu aset berisiko relatif terhadap aset berisiko secara rata-rata (Ross *et al*, 2016). Pada dasarnya, *beta* mewakili *systematic risk*

yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi investasi (Djaja, 2017).

Menurut Hartono (2017), *beta* suatu sekuritas dapat dihitung dengan teknik estimasi yang menggunakan data historis. *Beta* yang dihitung dengan data pasar disebut dengan *beta* pasar. *Beta* pasar dapat diestimasi dengan mengumpulkan nilai-nilai historis *return* dari sekuritas dan *return* dari pasar selama periode tertentu, misalnya selama 60 bulan untuk *return* bulanan atau 200 hari untuk *return* harian (Hartono, 2017). *Beta* diperoleh dengan melakukan regresi tingkat keuntungan sekuritas terhadap tingkat keuntungan pasar (misalnya indeks Bursa Efek Indonesia) yang efisien (Djaja, 2017).

Menurut Hartono (2017), persamaan regresi yang dihasilkan dari data *time series* ini akan menghasilkan koefisien *beta* yang diasumsikan stabil dari waktu ke waktu selama masa periode observasi. Jika *beta* sifatnya adalah stabil, semakin lama periode observasi yang digunakan di persamaan regresi, semakin baik (karena kesalahan pengukurannya semakin lebih kecil) hasil dari *beta*. Akan tetapi bila periode observasi terlalu lama, anggapan *beta* konstan dan stabil kurang tepat, karena sebenarnya *beta* berubah dari waktu ke waktu (Hartono, 2017). Menurut Hartono (2017), *beta* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\beta_j = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_{it}) \cdot (R_{Mt} - \bar{R}_{Mt})}{\sum_{t=1}^n (R_{Mt} - \bar{R}_{Mt})^2}$$

Keterangan:

β_i : *Systematic risk of the equity* atau *beta coefficient*

R_{it} : *Return* saham periode t

\bar{R}_{it} : Rata-rata *return* saham

R_{Mt} : *Return* pasar periode t

$\overline{R_{Mt}}$: Rata-rata *return* pasar

Menurut Djaja (2017), tingkat pengembalian (*return*) adalah persentase keuntungan dari suatu investasi dibandingkan dengan total investasi yang telah dikeluarkan (*investment outlay*). *Return* saham dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Setiyono & Amanah, 2016):

$$R_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

R_{it} : *Return* saham

P_t : Harga/nilai pasar saham periode t

P_{t-1} : Harga/nilai pasar saham periode t-1

Menurut Hartono (2017), nilai pasar (*market value*) adalah harga saham yang terjadi di pasar bursa pada saat tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar. Nilai pasar ini ditentukan oleh permintaan dan penawaran saham bersangkutan di pasar bursa (Hartono, 2017). Menurut Smart *et al* (2017), *return* pasar (*market return*) merupakan imbal hasil (*return*) rata-rata keseluruhan atau sejumlah besar sampel saham. Menurut Hartono (2017), *return* pasar dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$R_M = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan:

R_M : *Return* pasar

$IHSG_t$: Indeks Harga Saham Gabungan periode t

$IHSG_{t-1}$: Indeks Harga Saham Gabungan periode t-1

Menurut Hartono (2017), suatu indeks diperlukan sebagai sebuah indikator untuk mengamati pergerakan harga dari sekuritas-sekuritas. Menurut www.idx.co.id, indeks harga saham merupakan salah satu indikator utama pergerakan harga saham. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pertama kali diperkenalkan pada tanggal 1 April 1983 sebagai indikator pergerakan harga saham yang tercatat di bursa. Hari dasar perhitungan indeks adalah tanggal 10 Agustus 1982 dengan nilai 100. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) menggunakan semua emiten yang tercatat sebagai komponen perhitungan indeks (www.idx.co.id).

Menurut Djaja (2017), *market risk premium* adalah selisih antara *market return* yang diharapkan dengan *risk-free rate*. Metode rata-rata mengasumsikan bahwa *return* ekspektasian dapat dianggap sama dengan rata-rata nilai historisnya (Hartono, 2017). Menurut Djaja (2017), umumnya, pengukuran menggunakan data historis ke belakang yang cukup panjang, misalnya 10, 15, atau 20 tahun, untuk mendapat gambaran yang cukup lengkap mengenai tren *risk premium* dari waktu ke waktu. Berkaitan dengan cara menghitung *risk premium* historis, terdapat dua cara, yaitu menghitung dengan rata-rata geometris (*compounded annual return*) atau rata-rata aritmetika (rata-rata seimbang) dari periode yang diukur (Djaja, 2017).

Menurut Jones (2014), rata-rata geometrik (*geometric mean*) diperlukan

untuk menentukan secara akurat tingkat *return* rata-rata sebenarnya selama beberapa periode. *Geometric average return* merupakan rata-rata tingkat pengembalian majemuk (*compound return*) tahunan yang dihasilkan selama periode beberapa tahun (Ross *et al*, 2016). Berbeda dengan rata-rata aritmetika biasa yang tidak mempertimbangkan pertumbuhan, rata-rata geometrik lebih tepat digunakan untuk menghitung rata-rata *return* dari surat-surat berharga yang melibatkan beberapa periode waktu (Hartono, 2017). *Geometric average return* untuk menghitung *return* pasar ekspektasian dapat menggunakan rumus sebagai berikut (Ross *et al*, 2016):

$$\text{Geometric average return} = [(1 + R_1) \times (1 + R_2) \times \dots \times (1 + R_T)]^{1/T} - 1$$

Keterangan:

Geometric average return : Rata-rata geometrik (*return* pasar ekspektasian)

R_1, R_2, \dots, R_T : Imbal hasil pasar tahunan (*annual returns*)

T : Jumlah tahun

Menurut Ross *et al* (2016), *cost of debt* adalah *return* yang dipersyaratkan pemberi pinjaman (*lender*) atas utang perusahaan. *Cost of debt* merupakan tingkat bunga yang harus dibayarkan perusahaan atas pinjaman baru (Ross *et al*, 2016). Menurut Mendez dan Gonzalez (2019), *cost of debt* didefinisikan sebagai beban bunga tahun berjalan dibagi dengan rata-rata utang berbunga (*interest-bearing debt*) atau dapat dituliskan dalam rumus sebagai berikut:

$$\text{Cost of debt} = \frac{\text{Interest expense for the year}}{\text{Average interest-bearing debt}}$$

Keterangan:

Cost of debt : Biaya utang

Interest expense for the year : Beban bunga (*interest expense*) tahun berjalan

Average interest-bearing debt : Nilai rata-rata dari utang berbunga pada awal dan akhir tahun fiskal

Menurut Kieso *et al* (2018), biaya keuangan (*financing costs*) merupakan *item* terpisah yang mengidentifikasi biaya atas pendanaan perusahaan, selanjutnya disebut sebagai beban bunga (*interest expense*). *Financing costs* dilaporkan dalam bagian terpisah antara laba dari operasi dan laba sebelum pajak penghasilan. Pada umumnya, *financing costs* meliputi beban bunga (*interest expense*). Beberapa perusahaan melakukan *offset* terhadap *interest revenue* dan *interest expense*, dan mengidentifikasinya sebagai biaya keuangan, beban bunga atau pendapatan bunga bersih (Kieso *et al*, 2018).

Menurut Koller *et al* (2020), utang (*debt*) meliputi seluruh liabilitas berbunga jangka pendek maupun jangka panjang. Utang umumnya memiliki berbagai macam bentuk, seperti surat berharga komersial (*commercial paper*), utang wesel (*notes payable*), pinjaman bank, obligasi korporasi, dan sewa (*leases*) yang dikapitalisasi (Koller *et al*, 2020). Menurut Weygandt *et al* (2019), bunga (*interest*) merupakan pembayaran atas penggunaan uang pihak lain, yaitu selisih antara jumlah uang yang dipinjam atau diinvestasikan dan jumlah yang dibayarkan atau diterima.

Ross *et al* (2016) mengatakan bahwa pembayaran bunga atas utang perusahaan merupakan biaya dan dapat mengurangi pajak (*tax deductible*).

Menurut Brealey *et al* (2015), ketika terdapat keuntungan pajak (*tax advantage*) atas penggunaan utang, perhitungan *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* menggunakan tingkat bunga (biaya utang) setelah pajak. Tingkat bunga setelah pajak merupakan tingkat bunga sebelum pajak dikalikan dengan hasil dari satu dikurangi tarif pajak (Ross *et al*, 2016). Menurut Waluyo (2017), tarif pajak adalah tarif untuk menghitung besarnya pajak terutang (pajak yang harus dibayar). Besarnya tarif pajak dapat dinyatakan dalam persentase (Waluyo, 2017).

Mengacu pada Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008, tarif pajak yang diterapkan atas penghasilan kena pajak bagi wajib pajak badan dalam negeri dan bentuk usaha tetap adalah sebesar 28% (dua puluh delapan persen) dan menjadi 25% (dua puluh lima persen) yang mulai berlaku sejak tahun pajak 2010. Berdasarkan Peraturan Pemerintah Nomor 56 Tahun 2015, wajib pajak badan dalam negeri yang berbentuk perseroan terbuka dapat memperoleh penurunan tarif pajak penghasilan sebesar 5% (lima persen) lebih rendah dari tarif pajak penghasilan wajib pajak badan dalam negeri. Penurunan tarif pajak penghasilan tersebut diberikan kepada wajib pajak badan dalam negeri yang berbentuk perseroan terbuka setelah memenuhi persyaratan:

- a. Paling sedikit 40% (empat puluh persen) dari jumlah keseluruhan saham yang disetor dicatat untuk diperdagangkan di bursa efek di Indonesia.
- b. Saham sebagaimana dimaksud dalam huruf a harus dimiliki oleh paling sedikit 300 (tiga ratus) pihak.
- c. Masing-masing pihak sebagaimana dimaksud dalam huruf b hanya boleh memiliki saham kurang dari 5% (lima persen) dari keseluruhan saham yang

ditempatkan dan disetor penuh.

- d. Ketentuan sebagaimana dimaksud dalam huruf a, huruf b, dan huruf c harus dipenuhi dalam waktu paling singkat 183 (seratus delapan puluh tiga) hari kalender dalam jangka waktu 1 (satu) tahun pajak.

Young dan O’Byrne (2001) mengatakan, “*Invested capital is the sum of all the firm’s financing, apart from short-term, non-interest bearing liabilities, such as accounts payable, accrued wages, and accrued taxes. That is, invested capital equals the sum of shareholders’ equity, all interest-bearing debt, both short-term and long-term, and other long-term liabilities.*” Pernyataan tersebut dapat diartikan bahwa *invested capital* adalah jumlah seluruh pendanaan perusahaan selain liabilitas jangka pendek tak berbunga, yaitu sama dengan jumlah *shareholders’ equity*, semua utang berbunga baik jangka pendek maupun jangka panjang, dan liabilitas jangka panjang lainnya. Menurut Young dan O’Byrne (2001), *invested capital* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Invested capital} = \text{Total assets} - \text{STNIBL}$$

Keterangan:

- Invested capital* : Modal yang diinvestasikan dalam perusahaan
Total asset : Total aset yang dimiliki perusahaan
STNIBL : *Short-term, non-interest-bearing liabilities* (liabilitas jangka pendek tak berbunga)

Menurut Ikatan Akuntan Indonesia (2018), aset adalah sumber daya yang dikuasai oleh entitas sebagai akibat dari peristiwa masa lalu dan dari mana

manfaat ekonomik masa depan diharapkan akan mengalir ke entitas. Aset diakui dalam laporan posisi keuangan jika kemungkinan besar bahwa manfaat ekonomik masa depan akan mengalir ke entitas dan aset tersebut mempunyai biaya atau nilai yang dapat diukur dengan andal (Ikatan Akuntan Indonesia, 2018). Subramanyam (2014) mengatakan bahwa aset merupakan sumber daya yang dikendalikan perusahaan untuk tujuan menghasilkan laba, dan aset dapat dikategorikan menjadi dua kelompok, yaitu lancar dan nonlancar. Menurut Kieso *et al* (2018), aset lancar (*current assets*) adalah kas dan aset lainnya yang diperkirakan oleh perusahaan dapat dikonversi menjadi kas, dijual, atau dipakai dalam waktu yang lebih lama antara satu tahun atau siklus operasi, sedangkan *non-current assets* (aset nonlancar) adalah aset yang tidak memenuhi definisi aset lancar.

Liabilitas merupakan kewajiban kini entitas yang timbul dari peristiwa masa lalu, yang penyelesaiannya diharapkan mengakibatkan arus keluar dari sumber daya entitas yang mengandung manfaat ekonomik (Ikatan Akuntan Indonesia, 2018). Menurut Warren *et al* (2017), liabilitas yang akan jatuh tempo dalam waktu singkat (biasanya satu tahun atau kurang) dan dibayar dengan aset lancar disebut liabilitas lancar (*current liabilities*). Menurut Ikatan Akuntan Indonesia (2018), beberapa liabilitas jangka pendek, seperti utang usaha dan beberapa akrual untuk biaya karyawan dan biaya operasi lain, merupakan bagian modal kerja yang digunakan dalam siklus operasi normal entitas. Liabilitas lancar tak berbunga merupakan *item* dalam laporan posisi keuangan perusahaan yang merefleksikan pengeluaran dan utang jangka pendek yang tidak menimbulkan bunga (www.investopedia.com).

Raju (2016) mengatakan bahwa penyesuaian yang tepat dibuat untuk menghitung *EVA*. Hal ini dilakukan untuk menyingkirkan kesembarangan dan lingkup manipulasi yang cukup umum dalam ukuran berbasis akuntansi (Raju, 2016). Menurut Suropto (2015), penyesuaian untuk *NOPAT* dan *capital base (invested capital)* terutama dilakukan untuk:

1. *Operating lease expenses* dimana semua transaksi sewa guna usaha, baik *operating lease* maupun *capital lease*, akan diperlakukan dengan cara yang sama, yaitu mengakui adanya hutang atau modal yang diinvestasikan (*invested capital*).
2. Biaya penelitian dan pengembangan, dimana semua pengeluaran yang berkaitan dengan penelitian dan pengembangan diperlakukan sebagai "C", sehingga akan dikapitalisasi atau ditangguhkan selama periode tertentu.
3. Biaya iklan dan promosi, dimana pengeluaran untuk iklan dan promosi ini juga diperlakukan sama dengan penelitian dan pengembangan di atas, karena juga dianggap bermanfaat pada periode yang akan datang.
4. Penyesuaian nilai persediaan (*LIFO*), dimana penerapan perhitungan biaya persediaan berdasarkan *LIFO* akan menyebabkan nilai perusahaan yang terlalu rendah, yang kemudian pada gilirannya akan mengakibatkan modal yang diinvestasikan juga terlalu rendah.
5. Pajak penghasilan yang ditangguhkan, dimana pajak penghasilan yang ditangguhkan seharusnya diabaikan karena bukan merupakan suatu biaya tunai.
6. Amortisasi *goodwill*, dimana amortisasi *goodwill* periode berjalan dikeluarkan dari laporan laba rugi dan ditambahkan kembali ke modal yang diinvestasikan,

untuk menghilangkan asumsi yang salah tentang masa manfaat aktiva.

7. Provisi piutang ragu-ragu, dimana provisi untuk piutang yang diragukan bersifat non tunai dan terlalu konservatif sehingga akan menyebabkan laba dan aktiva dicatat terlalu rendah.

Menurut Surtijo (2015), dalam banyak kasus, pengaruh dari penyesuaian di atas akan menghasilkan *NOPAT* dan *capital base* yang lebih besar, tetapi tidak berdampak besar terhadap perhitungan *EVA*. Penyesuaian *EVA* perlu dibuat hanya jika jumlahnya signifikan, memiliki dampak material terhadap *EVA*, dapat dipahami oleh orang yang menggunakan dan jika informasi yang diperlukan mudah diperoleh (Surtijo, 2015).

2.5 Capital Structure

Capital structure atau struktur modal adalah pendanaan perusahaan berupa *equity* (ekuitas) dan *debt* (utang) yang sering kali diukur dalam ukuran relatif berbagai sumber pendanaan (Subramanyam, 2014). Nakhaei dan Jafari (2015) mengatakan bahwa salah satu komponen terpenting setiap aktivitas ekonomi adalah menyediakan sumber daya keuangan yang dibutuhkan dan sumber daya ini disediakan dari ekuitas atau utang. Menurut Sharma dan Grover (2015), *capital structure* dapat ditentukan dengan bantuan *Debt-Equity Ratio (DER)*. *Debt-Equity Ratio (DER)* merepresentasikan *capital structure* yang optimal apabila menghasilkan *WACC* serendah mungkin (Ross *et al*, 2016).

Semakin banyak pendanaan berupa utang yang digunakan perusahaan dalam *capital structure*, maka semakin banyak *financial leverage* yang

digunakannya (Ross *et al*, 2016). *Financial leverage* adalah penggunaan utang untuk meningkatkan laba (Subramanyam, 2014). Menurut Ross *et al* (2016), *financial leverage* berkenaan dengan banyaknya perusahaan mengandalkan utang. Menurut Subramanyam (2014), *DER* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total liabilities}}{\text{Shareholder's equity}}$$

Keterangan:

DER : Debt-Equity Ratio

Total liabilities : Total liabilitas

Shareholder's equity : Total ekuitas

Menurut Weygandt *et al* (2019), *liabilities* didefinisikan sebagai hak kreditor atas total aset dan sebagai utang dan kewajiban yang ada. Perusahaan harus menyelesaikan atau membayar klaim, utang, dan kewajiban ini pada suatu waktu di masa yang akan datang dengan menyerahkan aset ataupun jasa (Weygandt *et al*, 2019). Liabilitas diakui dalam laporan posisi keuangan jika terdapat kemungkinan besar bahwa pengeluaran sumber daya yang mengandung manfaat ekonomik akan dilakukan untuk menyelesaikan kewajiban kini dan jumlah yang harus diselesaikan dapat diukur dengan andal (Ikatan Akuntan Indonesia, 2018).

Menurut Weygandt *et al* (2019), liabilitas diklasifikasikan menjadi lancar atau nonlancar. Liabilitas lancar (*current liabilities*) adalah kewajiban yang

diperkirakan perusahaan akan diselesaikan dalam waktu yang lebih lama antara satu siklus operasi normal atau satu tahun (Kieso *et al*, 2018). Menurut Kieso *et al* (2018), liabilitas lancar mencakup:

1. Utang yang timbul dari perolehan barang dan jasa, seperti utang usaha, utang gaji dan upah, dan utang pajak penghasilan.
2. Penerimaan pembayaran di muka atas penjualan barang atau penyelesaian jasa, misalnya pendapatan sewa diterima di muka atau pendapatan langganan diterima di muka.
3. Liabilitas lain yang pelunasannya akan dilakukan dalam siklus operasi atau satu tahun, misalnya bagian obligasi jangka panjang yang akan dibayarkan pada periode kini, kewajiban jangka pendek yang timbul dari pembelian peralatan, atau liabilitas yang diestimasi, seperti *warranty liability*.

Menurut Kieso *et al* (2018), liabilitas nonlancar (*non-current liabilities*) adalah kewajiban yang tidak diperkirakan perusahaan untuk diselesaikan dalam waktu yang lebih lama antara satu tahun atau siklus operasi normal. Secara umum, liabilitas nonlancar terdiri dari tiga jenis, yaitu (Kieso *et al*, 2018):

1. Kewajiban yang timbul dari pendanaan tertentu, seperti penerbitan obligasi, kewajiban sewa jangka panjang, dan utang wesel jangka panjang.
2. Kewajiban yang timbul dari operasional biasa perusahaan, seperti kewajiban pensiun dan liabilitas pajak penghasilan tangguhan.
3. Kewajiban yang bergantung pada keterjadian atau ketidakterjadian satu atau lebih peristiwa di masa yang akan datang untuk mengonfirmasi jumlah terutang, pihak yang dibayar (*payee*), atau tanggal terutang, misalnya garansi

jasa atau produk, liabilitas terkait lingkungan (*environmental liabilities*), dan restrukturisasi, sering kali disebut sebagai provisi.

Menurut Kieso *et al* (2018), ekuitas (*equity*) sering disebut sebagai *shareholders' equity*, *stockholders' equity*, atau *corporate capital*. Ekuitas merujuk pada pendanaan oleh pemilik (pemegang saham) perusahaan (Subramanyam, 2014). Ekuitas adalah hak residual atas aset entitas setelah dikurangi seluruh liabilitas (Ikatan Akuntan Indonesia, 2018). Ekuitas mencerminkan klaim pemilik atas aset bersih perusahaan (Subramanyam, 2014).

Menurut Subramanyam (2014), ekuitas merupakan total dari dana yang diinvestasikan oleh pemilik dan akumulasi penghasilan yang melebihi distribusi kepada pemilik sejak awal pendirian perusahaan. Ekuitas sering kali disubklasifikasikan pada laporan posisi keuangan ke dalam kategori-kategori berikut ini (Kieso *et al*, 2018):

1. Modal saham (*share capital*), yaitu nilai par atau *stated value* saham yang diterbitkan, mencakup saham biasa (*ordinary shares*) dan saham preferen (*preference shares*).
2. Tambahan modal disetor (*share premium*), yaitu jumlah lebih pembayaran (*paid-in*) di atas nilai par atau *stated value*.
3. Saldo laba (*retained earnings*), yaitu laba perusahaan yang belum didistribusikan.
4. Akumulasi penghasilan komprehensif lain (*accumulated other comprehensive income*), yaitu jumlah agregat dari *item* penghasilan komprehensif lain.
5. Saham treasuri (*treasury shares*), yaitu nilai jumlah saham biasa yang dibeli

kembali.

6. Kepentingan nonpengendali (*non-controlling interest*), yaitu bagian ekuitas entitas anak yang tidak dimiliki oleh entitas pelapor (*reporting company*).

Menurut Kieso *et al* (2018), klasifikasi ini membantu pengguna laporan keuangan untuk lebih memahami legal atau pembatasan tertentu terkait kemampuan perusahaan membayarkan dividen atau menggunakan ekuitas untuk tujuan tertentu. Perusahaan sering kali membedakan antara modal disetor (*paid-in capital*) dengan *earned capital*. Modal disetor (*paid-in capital*) merupakan jumlah yang dibayarkan atas saham, yaitu jumlah yang disediakan oleh pemegang saham kepada perusahaan untuk digunakan dalam bisnis. *Earned capital* merupakan modal yang berasal dari kegiatan operasional yang menguntungkan. Saldo laba (*retained earnings*) merepresentasikan *earned capital* perusahaan (Kieso *et al*, 2018).

2.6 Pengaruh *Capital Structure* terhadap *Shareholder Value Creation*

Menurut Suripto (2015), keberhasilan memperoleh peningkatan *Economic Value Added (EVA)* sangat dipengaruhi besar aliran dana yang masuk ke perusahaan dari hasil investasi atau laba. Laba tersebut tentunya masih menanggung biaya berupa harapan dari pemodal atas modalnya dan biaya hutang. Besarnya biaya modal dan biaya hutang juga sangat tergantung pada komposisi dari sumber modal tersebut yang dikenal dengan struktur modal (Suripto, 2015).

Menurut Suripto (2015), pembahasan biaya modal sangat erat kaitannya

dengan struktur modal, seberapa besar jumlah komposisi sumber modal atau pendanaan bagi perusahaan. Komposisi ini akan menentukan seberapa besar biaya modal yang tepat bagi perusahaan (Suripto, 2015). Struktur modal (*capital structure*) yang optimal dapat meminimalisasi biaya modal dan oleh karenanya dapat memaksimalkan *shareholder value creation* (Sharma & Grover, 2015). Menurut Vijayalakshmi dan Manoharan (2015), setiap perusahaan harus membangun *capital structure* perusahaan dengan tujuan maksimalisasi kekayaan pemegang saham karena mereka adalah pemilik akhir dari perusahaan.

DER yang tinggi mengindikasikan *financial leverage* yang tinggi dan merepresentasikan risiko keuangan yang tinggi (Pandya, 2016). *Financial leverage* yang tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan dan memaksa para manajer untuk berhati-hati dan mengurangi investasi (Nakhaei & Jafari, 2015). Menurut Ghasemi dan Noorifard (2015), *when the bankruptcy risk rises and the company is forced to use the highly leveraged in capital structure naturally, managers can not take advantage of opportunities of growth facing the company and investments that lead to increased value of the company and its financial performance is also reduced*. Pernyataan tersebut dapat diartikan bahwa ketika risiko kebangkrutan meningkat dan perusahaan terlanjur menggunakan utang yang tinggi dalam *capital structure*, para manajer tidak dapat menggunakan kesempatan bertumbuh yang dihadapi perusahaan dan investasi yang mengarah pada peningkatan nilai perusahaan serta kinerja keuangannya menjadi berkurang.

Beberapa penelitian terdahulu telah dilakukan terkait pengaruh *capital structure* terhadap *shareholder value creation*, antara lain penelitian Sharma dan

Grover (2015) yang menunjukkan bahwa *capital structure* yang diproksikan dengan *DER* berpengaruh signifikan terhadap *shareholder value creation* yang diproksikan dengan *Economic Value Added (EVA)*. Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Nakhaei dan Jafari (2015) menunjukkan bahwa *capital structure* memiliki hubungan signifikan dan terbalik dengan *EVA*. Hasil serupa juga ditunjukkan oleh penelitian Ghasemi dan Noorifard (2015) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan terbalik signifikan antara *capital structure* dengan *EVA*. Hal ini sejalan dengan penelitian Wijanti *et al* (2016) dan penelitian Murni (2019) yang menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan antara *DER* terhadap *EVA*.

Di sisi lain, Rory *et al* (2017) dalam penelitiannya memperoleh hasil bahwa *DER* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *Economic Value Added (EVA)*. Sementara, penelitian Muthahhari *et al* (2018) menunjukkan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap *Economic Value Added (EVA)*. Penelitian Geetanjali dan Anand (2018) juga memperoleh hasil bahwa *capital structure* tidak berpengaruh signifikan terhadap *Economic Value Added (EVA)*.

Berdasarkan teori yang telah diuraikan dan hasil penelitian terdahulu, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Ha₁: *Capital structure* yang diproksikan dengan *Debt-Equity Ratio (DER)* berpengaruh negatif terhadap *shareholder value creation* yang diproksikan dengan *Economic Value Added (EVA)*.

2.7 *Good Corporate Governance*

Tata kelola perusahaan (*corporate governance*) menggambarkan cara suatu perusahaan dikelola oleh *corporate governors*, yaitu para dewan direksi (Emengini *et al*, 2017). Menurut Effendi (2009) dalam Kaban *et al* (2017), pengertian *Good Corporate Governance (GCG)* adalah suatu sistem pengendalian internal perusahaan yang memiliki tujuan utama mengelola risiko yang signifikan guna memenuhi tujuan bisnisnya melalui pengamanan aset perusahaan dan meningkatkan nilai investasi pemegang saham dalam jangka panjang. Menurut Pattisina *et al* (2015), manfaat *Good Corporate Governance* adalah sebagai berikut:

1. Meningkatkan kinerja perusahaan melalui terciptanya proses pengambilan keputusan yang lebih baik, meningkatkan efisiensi operasional perusahaan serta lebih meningkatkan pelayanan kepada *stakeholders*.
2. Mempermudah diperolehnya dana pembiayaan yang lebih murah sehingga dapat lebih meningkatkan *corporate value*.
3. Mengembalikan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya di Indonesia.
4. Pemegang saham akan merasa puas dengan kinerja perusahaan karena sekaligus akan meningkatkan *shareholders value* dan dividen.

Menurut Komite Nasional Kebijakan *Governance* (2006), terdapat 5 asas dalam *Good Corporate Governance (GCG)*, yaitu:

1. Transparansi

Untuk menjaga objektivitas dalam menjalankan bisnis, perusahaan harus

menyediakan informasi yang material dan relevan dengan cara yang mudah diakses dan dipahami oleh pemangku kepentingan. Perusahaan harus mengambil inisiatif untuk mengungkapkan tidak hanya masalah yang disyaratkan oleh peraturan perundang-undangan, tetapi juga hal yang penting untuk pengambilan keputusan oleh pemegang saham, kreditur, dan pemangku kepentingan lainnya.

2. Akuntabilitas

Perusahaan harus dapat mempertanggungjawabkan kinerjanya secara transparan dan wajar. Untuk itu perusahaan harus dikelola secara benar, terukur, dan sesuai dengan kepentingan perusahaan dengan tetap memperhitungkan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lain. Akuntabilitas merupakan prasyarat yang diperlukan untuk mencapai kinerja yang berkesinambungan.

3. Responsibilitas

Perusahaan harus mematuhi peraturan perundang-undangan serta melaksanakan tanggung jawab terhadap masyarakat dan lingkungan sehingga dapat terpelihara kesinambungan usaha dalam jangka panjang dan mendapat pengakuan sebagai *good corporate citizen*.

4. Independensi

Untuk melancarkan pelaksanaan asas *GCG*, perusahaan harus dikelola secara independen sehingga masing-masing organ perusahaan tidak saling mendominasi dan tidak dapat diintervensi oleh pihak lain.

5. Kewajaran dan Kesetaraan

Dalam melaksanakan kegiatannya, perusahaan harus senantiasa memperhatikan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya berdasarkan asas kewajaran dan kesetaraan.

2.8 Board Size

Komite Nasional Kebijakan *Governance* (2006) mengatakan bahwa kepengurusan perseroan terbatas di Indonesia menganut sistem dua badan (*two board system*) yaitu dewan komisaris dan direksi yang mempunyai wewenang dan tanggung jawab yang jelas sesuai dengan fungsinya masing-masing sebagaimana diamanahkan dalam anggaran dasar dan peraturan perundang-undangan (*fiduciary responsibility*). Menurut Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, dewan komisaris adalah organ perseroan yang bertugas melakukan pengawasan secara umum dan/atau khusus sesuai dengan anggaran dasar serta memberi nasihat kepada direksi. Sedangkan direksi adalah organ perseroan yang berwenang dan bertanggung jawab penuh atas pengurusan perseroan untuk kepentingan perseroan, sesuai dengan maksud dan tujuan perseroan serta mewakili perseroan, baik di dalam maupun di luar pengadilan sesuai dengan ketentuan anggaran dasar (Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007).

Ukuran dewan (*board size*) dinyatakan sebagai jumlah direktur dalam perusahaan (Marouan & Moez, 2015). Menurut Komite Nasional Kebijakan *Governance* (2006), komposisi direksi adalah sebagai berikut:

1. Jumlah anggota direksi harus disesuaikan dengan kompleksitas perusahaan

dengan tetap memperhatikan efektivitas dalam pengambilan keputusan.

2. Anggota direksi dipilih dan diberhentikan oleh RUPS melalui proses yang transparan. Bagi perusahaan yang sahamnya tercatat di bursa efek, perusahaan negara, perusahaan daerah, perusahaan yang menghimpun dan mengelola dana masyarakat, perusahaan yang produk atau jasanya digunakan oleh masyarakat luas, serta perusahaan yang mempunyai dampak luas terhadap kelestarian lingkungan, proses penilaian calon anggota direksi dilakukan sebelum dilaksanakan RUPS melalui komite nominasi dan remunerasi.
3. Pemberhentian anggota direksi dilakukan oleh RUPS berdasarkan alasan yang wajar dan setelah kepada yang bersangkutan diberi kesempatan untuk membela diri.
4. Seluruh anggota direksi harus berdomisili di Indonesia, di tempat yang memungkinkan pelaksanaan tugas pengelolaan perusahaan sehari-hari.

Mengacu pada Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 33/POJK.04/2014 tentang Direksi dan Dewan Komisaris Emiten atau Perusahaan Publik, yang dapat menjadi anggota direksi adalah orang perseorangan yang memenuhi persyaratan pada saat diangkat dan selama menjabat:

- a. Mempunyai akhlak, moral, dan integritas yang baik.
- b. Cakap melakukan perbuatan hukum.
- c. Dalam 5 (lima) tahun sebelum pengangkatan dan selama menjabat:
 1. Tidak pernah dinyatakan pailit.
 2. Tidak pernah menjadi anggota direksi dan/atau anggota dewan komisaris yang dinyatakan bersalah menyebabkan suatu perusahaan dinyatakan pailit.

3. Tidak pernah dihukum karena melakukan tindak pidana yang merugikan keuangan negara dan/atau yang berkaitan dengan sektor keuangan.
 4. Tidak pernah menjadi anggota direksi dan/atau anggota dewan komisaris yang selama menjabat pernah tidak menyelenggarakan RUPS tahunan, pertanggungjawabannya sebagai anggota direksi dan/atau anggota dewan komisaris pernah tidak diterima oleh RUPS atau pernah tidak memberikan pertanggungjawaban sebagai anggota direksi dan/atau anggota dewan komisaris kepada RUPS, dan pernah menyebabkan perusahaan yang memperoleh izin, persetujuan, atau pendaftaran dari Otoritas Jasa Keuangan tidak memenuhi kewajiban menyampaikan laporan tahunan dan/atau laporan keuangan kepada Otoritas Jasa Keuangan.
- d. Memiliki komitmen untuk mematuhi peraturan perundang-undangan.
- e. Memiliki pengetahuan dan/atau keahlian di bidang yang dibutuhkan emiten atau perusahaan publik.

Menurut Komite Nasional Kebijakan *Governance* (2006), komposisi, pengangkatan dan pemberhentian anggota dewan komisaris adalah sebagai berikut:

1. Jumlah anggota dewan komisaris harus disesuaikan dengan kompleksitas perusahaan dengan tetap memperhatikan efektivitas dalam pengambilan keputusan.
2. Dewan komisaris dapat terdiri dari komisaris yang tidak berasal dari pihak terafiliasi yang dikenal sebagai komisaris independen dan komisaris yang terafiliasi. Yang dimaksud dengan terafiliasi adalah pihak yang mempunyai

hubungan bisnis dan kekeluargaan dengan pemegang saham pengendali, anggota direksi dan dewan komisaris lain, serta dengan perusahaan itu sendiri. Mantan anggota direksi dan dewan komisaris yang terafiliasi serta karyawan perusahaan, untuk jangka waktu tertentu termasuk dalam kategori terafiliasi.

3. Jumlah komisaris independen harus dapat menjamin agar mekanisme pengawasan berjalan secara efektif dan sesuai dengan peraturan perundang-undangan. Salah satu dari komisaris independen harus mempunyai latar belakang akuntansi atau keuangan.
4. Anggota dewan komisaris diangkat dan diberhentikan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) melalui proses yang transparan. Bagi perusahaan yang sahamnya tercatat di bursa efek, badan usaha milik negara dan atau daerah, perusahaan yang menghimpun dan mengelola dana masyarakat, perusahaan yang produk atau jasanya digunakan oleh masyarakat luas, serta perusahaan yang mempunyai dampak luas terhadap kelestarian lingkungan, proses penilaian calon anggota dewan komisaris dilakukan sebelum dilaksanakan RUPS melalui komite nominasi dan remunerasi. Pemilihan komisaris independen harus memperhatikan pendapat pemegang saham minoritas yang dapat disalurkan melalui komite nominasi dan remunerasi.
5. Pemberhentian anggota dewan komisaris dilakukan oleh RUPS berdasarkan alasan yang wajar dan setelah kepada anggota dewan komisaris diberi kesempatan untuk membela diri.

2.9 Pengaruh *Board Size* terhadap *Shareholder Value Creation*

Menurut Faleye (2004) dalam Marouan dan Moez (2015), *board* merupakan sekelompok individu yang bekerja bersama untuk mencapai suatu tujuan yang sama. Oleh karena itu, keberhasilannya bergantung pada dinamika dan interaksi kelompok ini (Marouan dan Moez, 2015). Marouan dan Moez (2015) juga mengatakan bahwa *board size* merupakan fitur yang sangat penting yang mungkin memiliki dampak pada proses ini. Jumlah anggota direksi harus disesuaikan dengan kompleksitas perusahaan dengan tetap memperhatikan efektivitas dalam pengambilan keputusan (Komite Nasional Kebijakan *Governance*, 2006).

Ujunwa (2012) dalam Bansal dan Sharma (2016) mengatakan bahwa ukuran dewan (*board size*) yang besar akan membawa lebih banyak pengetahuan, visi, pendapat, dan proposal investasi yang pada akhirnya akan menguntungkan para pemangku kepentingan. Menurut Kabir *et al* (2019), kompleksitas manajemen korporat membutuhkan campuran berbagai keahlian (*expertise*) dalam komposisi dewan untuk kegiatan operasional yang lebih lancar dan kontrol manajemen yang diperlukan untuk penciptaan nilai. Sementara di sisi lain, Marouan dan Moez (2015) mengatakan bahwa dalam keberadaan orang-orang dalam jumlah besar, akan ada konflik dalam jajaran direksi sehingga masalah koordinasi dan kehilangan waktu akan mengarah pada hilangnya *value*.

Beberapa penelitian terdahulu telah dilakukan terkait pengaruh *board size* terhadap *shareholder value creation*, antara lain penelitian Marouan dan Moez (2015) yang menunjukkan bahwa *board size* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *shareholder value creation*. Penelitian yang dilakukan oleh

Kabir *et al* (2019) memperoleh hasil bahwa *board size* berpengaruh positif signifikan terhadap *Economic Value Added (EVA)*. Penelitian ini konsisten dengan penelitian Tariq dan Naveed (2016) yang menunjukkan bahwa *board size* berpengaruh positif signifikan terhadap *EVA*. Namun, hal ini bertolak belakang dengan hasil penelitian Nnado dan Ugwu (2016) yang menunjukkan bahwa *board size* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *EVA*. Sementara, penelitian Emengini *et al* (2017) menunjukkan hasil bahwa *board size* memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *EVA*.

Berdasarkan teori yang telah diuraikan dan hasil penelitian terdahulu, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Ha2: *Good Corporate Governance* yang diproksikan dengan *board size* berpengaruh positif terhadap *shareholder value creation* yang diproksikan dengan *Economic Value Added (EVA)*.

2.10 *Commissioner Independence*

Menurut Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007, anggaran dasar perseroan dapat mengatur adanya 1 (satu) orang atau lebih komisaris independen. Komisaris independen diangkat berdasarkan keputusan RUPS dari pihak yang tidak terafiliasi dengan pemegang saham utama, anggota direksi dan/atau anggota dewan komisaris lainnya (Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007). Menurut Komite Nasional Kebijakan *Governance* (2006), jumlah komisaris independen harus dapat menjamin agar mekanisme pengawasan berjalan secara efektif dan sesuai dengan peraturan perundang-undangan.

Menurut Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia (2014) dalam Salinan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) Nomor 33/POJK.04/2014 tentang Direksi dan Dewan Komisaris Emiten atau Perusahaan Publik, dewan komisaris paling kurang terdiri dari 2 (dua) orang anggota dewan komisaris. Dalam hal dewan komisaris terdiri dari 2 (dua) orang anggota dewan komisaris, 1 (satu) di antaranya adalah komisaris independen. Dalam hal dewan komisaris terdiri lebih dari 2 (dua) orang anggota dewan komisaris, jumlah komisaris independen wajib paling kurang 30% (tiga puluh persen) dari jumlah seluruh anggota dewan komisaris (Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia, 2014).

Menurut Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia (2014) dalam Salinan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 33/POJK.04/2014, komisaris independen wajib memenuhi persyaratan sebagai berikut:

- a. Bukan merupakan orang yang bekerja atau mempunyai wewenang dan tanggung jawab untuk merencanakan, memimpin, mengendalikan, atau mengawasi kegiatan emiten atau perusahaan publik tersebut dalam waktu 6 (enam) bulan terakhir, kecuali untuk pengangkatan kembali sebagai komisaris independen emiten atau perusahaan publik pada periode berikutnya;
- b. Tidak mempunyai saham baik langsung maupun tidak langsung pada emiten atau perusahaan publik tersebut;
- c. Tidak mempunyai hubungan afiliasi dengan emiten atau perusahaan publik, anggota dewan komisaris, anggota direksi, atau pemegang saham utama emiten atau perusahaan publik tersebut; dan
- d. Tidak mempunyai hubungan usaha baik langsung maupun tidak langsung yang

berkaitan dengan kegiatan usaha emiten atau perusahaan publik tersebut.

Menurut Prakoso dan Purwanto (2017), independensi dewan komisaris adalah perbandingan jumlah dewan komisaris independen dengan jumlah total anggota dewan komisaris. Berikut adalah rumus yang digunakan untuk mengukur independensi dewan komisaris (*commissioner independence*):

$$CIND = \frac{\text{Jumlah dewan komisaris independen}}{\text{Jumlah total anggota dewan komisaris}}$$

Keterangan:

CIND : *Commissioner independence*

Jumlah dewan komisaris independen : Jumlah dewan komisaris independen dalam perusahaan

Jumlah total anggota dewan komisaris : Jumlah keseluruhan anggota dewan komisaris dalam perusahaan

2.11 Pengaruh *Commissioner Independence* terhadap *Shareholder Value Creation*

Komisaris independen memegang peranan penting dalam mengarahkan strategi dan mengawasi jalannya perusahaan serta memastikan bahwa para manajer benar-benar meningkatkan kinerja keuangan perusahaan sebagai bagian daripada pencapaian tujuan perusahaan (Sari *et al*, 2017). Menurut Mayangsari (2003) dalam Fachrony dan Laksito (2015), keberadaan komisaris independen dalam perusahaan berfungsi sebagai penyeimbang dalam proses pengambilan keputusan

guna memberikan perlindungan terhadap pemegang saham minoritas dan pihak-pihak lain yang terkait dengan perusahaan. Tariq dan Naveed (2016) mengatakan bahwa *non-executive director* cenderung bertindak dengan mengutamakan kepentingan pemegang saham dan meningkatkan kinerja perusahaan melalui pemantauan terhadap manajemen yang lebih baik.

Menurut Meirina dan Butar (2018), investor akan lebih percaya pada informasi perusahaan yang memiliki banyak anggota komisaris independen sehingga asimetri informasi semakin kecil. Asimetri informasi merupakan ketimpangan informasi yang terjadi antara pihak manajer dan pemegang saham, dimana manajer lebih mengetahui informasi tentang prospek perusahaan ke depan dibandingkan dengan pemegang saham (Ningsih & Ariani, 2016). Tingkat asimetri yang semakin rendah akan meyakinkan investor bahwa informasi nilai saham yang ada di pasar modal telah mencerminkan keadaan perusahaan yang sesungguhnya sehingga penilaian investor terhadap perusahaan juga akan semakin mendekati nilai intrinsiknya (Meirina & Butar, 2018).

Menurut Ningsih dan Ariani (2016), semakin kecil asimetri informasi yang terjadi antara manajer dan pemegang saham, maka akan semakin kecil tingkat pengembalian yang diharapkan investor. Hal tersebut dikarenakan ketika manajemen tidak memberikan informasi terkait dengan perusahaan yang sebenarnya maka akan berpengaruh terhadap investasi yang dilakukan investor serta berpengaruh terhadap estimasi risiko perusahaan yang diprediksi oleh investor. Ketika perusahaan dengan asimetri informasi yang tinggi, investor akan mengestimasi risiko yang tinggi dan pada akhirnya biaya modal ekuitas yang

ditanggung perusahaan akan tinggi, karena tingkat risiko berbanding lurus dengan tingkat pengembalian yang diharapkan investor (Ningsih & Ariani, 2016). Menurut Desiliani (2014) dalam Meirina dan Butar (2018), perusahaan mencari pengurangan dari biaya modal ekuitas untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Kabir *et al* (2019) menunjukkan bahwa independensi dewan berpengaruh positif signifikan terhadap *Economic Value Added (EVA)*. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Emengini *et al* (2017) yang menunjukkan bahwa independensi dewan memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *EVA*. Sementara itu, hasil penelitian yang dilakukan oleh Pattisina *et al* (2015) menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris independen tidak berpengaruh terhadap *EVA*.

Berdasarkan teori yang telah diuraikan dan hasil penelitian terdahulu, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Ha3: *Good Corporate Governance* yang diproksikan dengan *commissioner independence* berpengaruh positif terhadap *shareholder value creation* yang diproksikan dengan *Economic Value Added (EVA)*.

2.12 *Free Cash Flow*

Menurut Nakhaei dan Jafari (2015), *Free Cash Flow (FCF)* merupakan suatu kriteria untuk mengukur profitabilitas perusahaan setelah memperhitungkan semua biaya dan investasi. Pengukuran *Free Cash Flow (FCF)* menyediakan

wawasan tambahan mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas (Weygandt *et al*, 2019). Menurut Kieso *et al* (2018), *Free Cash Flow (FCF)* adalah jumlah arus kas yang dapat digunakan secara leluasa berdasarkan kebijakan perusahaan untuk menambah investasi, melunasi utang, membeli *treasury shares*, atau menambah likuiditas.

Menurut Warren *et al* (2016), *Free Cash Flow (FCF)* mengukur arus kas operasi yang tersedia untuk perusahaan setelah membeli *property, plant, and equipment (PP&E)* yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi saat ini. *Free Cash Flow (FCF)* mengindikasikan arus kas perusahaan setelah pengeluaran yang dibutuhkan untuk memelihara atau mengembangkan aset (Nakhaei & Jafari, 2015). Menurut Warren *et al* (2016), *Free Cash Flow (FCF)* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$FCF = \text{Cash flows from operating activities} - \text{Cash used to purchase PP\&E}$$

Keterangan:

FCF : *Free Cash Flow*

Cash flows from operating activities : Arus kas dari aktivitas operasi

Cash used to purchase PP&E : Kas yang digunakan untuk membeli *PP&E*
(*property, plant, and equipment*)

Menurut Ikatan Akuntan Indonesia (2018), laporan arus kas melaporkan arus kas selama periode tertentu dan diklasifikasi menurut aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan. Kieso *et al* (2018) mengatakan bahwa tujuan utama laporan arus kas adalah menyediakan informasi relevan mengenai penerimaan dan

pembayaran kas perusahaan selama suatu periode. Terdapat tiga jenis aktivitas yang disajikan dalam laporan arus kas, yaitu (Kieso *et al*, 2018):

1. Aktivitas operasi (*operating activities*)

Aktivitas operasi melibatkan efek kas atas transaksi yang masuk dalam penentuan laba bersih.

2. Aktivitas investasi (*investing activities*)

Aktivitas investasi meliputi pemberian dan penerimaan pembayaran pinjaman serta pembelian dan pelepasan investasi dan *property, plant, and equipment*.

3. Aktivitas pendanaan (*financing activities*)

Aktivitas pendanaan melibatkan komponen liabilitas dan ekuitas, meliputi perolehan sumber daya dari pemilik dan menyediakan bagi mereka suatu pengembalian atas investasi, dan peminjaman dana dari kreditur dan pembayaran kembali dana yang telah dipinjam.

Menurut Warren *et al* (2016), arus kas dari aktivitas operasi adalah arus kas dari transaksi yang mempengaruhi laba bersih perusahaan. Arus kas operasi merupakan arus kas yang dihasilkan dari aktivitas produksi dan penjualan sehari-hari (Ross *et al*, 2016). Aktivitas operasi (*operating activities*) adalah aktivitas terkait penghasilan perusahaan (Subramanyam, 2014). Aktivitas operasi merangkum pengaruh terhadap kas atas transaksi-transaksi yang menghasilkan pendapatan dan beban yang kemudian masuk ke dalam penentuan laba bersih (Weygandt *et al*, 2019).

Menurut Ikatan Akuntan Indonesia (2018), entitas melaporkan arus kas dari aktivitas operasi dengan menggunakan salah satu dari metode berikut:

- a. Metode langsung, dengan metode ini kelompok utama dari penerimaan kas bruto dan pembayaran kas bruto diungkapkan.
- b. Metode tidak langsung, dengan metode ini laba atau rugi disesuaikan dengan mengoreksi pengaruh transaksi yang bersifat nonkas, penangguhan, atau akrual dari penerimaan atau pembayaran kas untuk operasi di masa lalu atau masa depan, dan pos penghasilan atau beban yang berhubungan dengan arus kas investasi atau pendanaan.

Menurut Ikatan Akuntan Indonesia (2018), entitas dianjurkan untuk melaporkan arus kas dari aktivitas operasi dengan menggunakan metode langsung. Metode langsung menyediakan informasi yang berguna dalam mengestimasi arus kas masa depan yang tidak dapat dihasilkan oleh metode tidak langsung. Dengan metode langsung, informasi mengenai kelompok utama atas penerimaan kas bruto dan pembayaran kas bruto dapat ditentukan dari catatan akuntansi entitas atau dengan menyesuaikan penjualan, beban pokok penjualan, dan pos-pos lain dalam laporan laba rugi dan penghasilan komprehensif lain untuk perubahan persediaan, piutang usaha, dan utang usaha selama periode berjalan, pos nonkas lain, dan pos lain dimana kasnya berdampak pada arus kas investasi dan pendanaan (Ikatan Akuntan Indonesia, 2018).

Menurut Kieso *et al* (2018), *property, plant, and equipment* adalah aset berwujud dengan umur manfaat yang panjang yang digunakan dalam operasi reguler bisnis. Weygandt *et al* (2019) menyatakan bahwa *plant assets* merupakan sumber daya yang memiliki tiga karakteristik, yaitu memiliki *physical substance* (ukuran dan bentuk tertentu), digunakan dalam operasional bisnis, dan tidak

dimaksudkan untuk dijual kepada pelanggan. *Plant assets* juga disebut *property, plant, and equipment; plant and equipment*; dan aset tetap (Weygandt *et al*, 2019). Menurut Kieso *et al* (2018), *property, plant, and equipment* meliputi tanah, bangunan, dan peralatan. Aset-aset ini diharapkan bermanfaat bagi perusahaan selama beberapa tahun (Weygandt *et al*, 2019).

2.13 Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Shareholder Value Creation*

Gregory dan Wang (2010) dalam Widiastari dan Yasa (2018) mengatakan bahwa apabila perusahaan memiliki *Free Cash Flow (FCF)* yang tinggi maka perusahaan akan menghasilkan *return* yang lebih baik daripada perusahaan yang memiliki *Free Cash Flow* yang rendah. Menurut Subramanyam (2014), pertumbuhan dan fleksibilitas keuangan bergantung pada *Free Cash Flow (FCF)* yang memadai. Subramanyam (2014) dalam Tjhoa (2020) mengatakan bahwa *Free Cash Flow* menunjukkan jumlah yang tersedia untuk aktivitas bisnis setelah mencukupi kebutuhan pendanaan dan investasi untuk mempertahankan tingkat kapasitas produksi. Dengan kata lain, manajemen perusahaan memiliki kebebasan dalam penggunaan dana *Free Cash Flow* karena semua kebutuhan pendanaan untuk operasional dan investasi yang menguntungkan telah tercukupi (Tjhoa, 2020).

Warren *et al* (2016) mengatakan bahwa perusahaan yang tidak memiliki *Free Cash Flow (FCF)* dapat memiliki fleksibilitas finansial yang terbatas, yang berpotensi mengarah pada masalah likuiditas. *Free Cash Flow (FCF)* yang positif dianggap menguntungkan (Warren *et al*, 2016). *Free Cash Flow (FCF)* yang

positif merefleksikan jumlah yang tersedia untuk aktivitas bisnis setelah menunjang kebutuhan pendanaan dan investasi untuk mempertahankan kapasitas produksi pada tingkat saat ini (Subramanyam, 2014). Menurut Warren *et al* (2016), suatu perusahaan yang memiliki *Free Cash Flow (FCF)* dapat membiayai pertumbuhan dan akuisisi, menebus utang, membeli kembali sahamnya, dan membayar dividen. Semakin tinggi *Free Cash Flow* suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula fleksibilitas manajemen dalam membuat keputusan untuk membagikan dividen (Tjhoa, 2020). Arfan (2013) dalam Widiastari dan Yasa (2018) mengatakan bahwa *Free Cash Flow (FCF)* yang tinggi akan berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan, yang diindikasikan melalui kinerja perusahaan yang tinggi sehingga harga saham perusahaan pun menjadi tinggi.

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Nakhaei dan Jafari (2015) menunjukkan bahwa variabel *Free Cash Flow (FCF)* memiliki hubungan signifikan dan langsung dengan *Economic Value Added (EVA)*. Penelitian tersebut sejalan dengan penelitian Ghasemi dan Noorifard (2015) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan langsung signifikan antara *Free Cash Flow (FCF)* dan *Economic Value Added (EVA)*. Namun, penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Wijanti *et al* (2016) menunjukkan bahwa *FCF* tidak berpengaruh signifikan terhadap *Economic Value Added (EVA)*.

Berdasarkan teori yang telah diuraikan dan hasil dari penelitian terdahulu, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Ha4: *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap *shareholder value creation* yang diprosikan dengan *Economic Value Added (EVA)*.

2.14 *Audit Quality*

Menurut De Angelo (1981) dalam Riyandari dan Badera (2017), kualitas audit (*audit quality*) dapat dikatakan sebagai kemungkinan yang mungkin terjadi, saat seorang auditor mengaudit laporan keuangan dari klien, auditor dapat melihat atau menemukan kesalahan dan juga suatu pelanggaran yang terjadi pada sistem akuntansi klien, selain itu selama tugas sedang dijalankan seorang auditor tetap berpedoman pada standar *auditing* dan kode etik akuntan publik yang berlaku di Indonesia. Rosnidah (2010) dalam Andriani dan Nursiam (2018) mengatakan bahwa kualitas audit adalah pelaksanaan audit yang dilakukan sesuai dengan standar sehingga mampu mengungkapkan dan melaporkan apabila terjadi pelanggaran yang dilakukan klien. Kualitas hasil pemeriksaan adalah kualitas kerja auditor yang ditunjukkan dengan laporan hasil pemeriksaan yang dapat diandalkan berdasarkan standar yang telah ditetapkan (Hadi *et al*, 2017).

Standar Audit (SA) 220 mengatur tanggung jawab tertentu auditor dalam memperhatikan prosedur pengendalian mutu untuk audit atas laporan keuangan. Mengacu pada Standar Audit (SA) 220, berdasarkan Standar Pengendalian Mutu (SPM) 1, Kantor Akuntan Publik (KAP) berkewajiban untuk menetapkan dan memelihara suatu sistem pengendalian mutu untuk memberikan keyakinan memadai bahwa:

1. Kantor Akuntan Publik (KAP) dan personelnya mematuhi standar profesi serta ketentuan hukum dan peraturan yang berlaku.
2. Laporan yang diterbitkan oleh KAP atau rekan perikatan telah sesuai dengan kondisinya.

Menurut Deis dan Giroux (1992) dalam Mahdalena dan Kartini (2017), ada empat hal yang dianggap mempunyai hubungan dengan kualitas audit, yaitu:

1. Lama waktu auditor melakukan pemeriksaan terhadap suatu perusahaan, semakin lama auditor melakukan audit pada kliennya yang sama maka kualitas audit yang dihasilkan akan semakin rendah.
2. Jumlah klien, semakin banyak jumlah klien maka kualitas audit akan semakin baik karena auditor dengan jumlah klien yang banyak akan berusaha menjaga reputasinya.
3. Kesehatan keuangan klien, semakin sehat kondisi keuangan klien dimungkinkan klien cenderung menekan auditor agar tidak mengikuti standar.
4. *Review* oleh pihak ketiga, kualitas audit akan meningkat jika auditor tersebut mengetahui bahwa hasil pekerjaannya akan di-*review* oleh pihak ketiga.

Menurut Hatane *et al* (2019), kualitas audit (*audit quality*) berkenaan dengan Kantor Akuntan Publik (KAP) yang memberikan jasa kepada perusahaan yang dapat diklasifikasikan sebagai kelompok *Big Four* dan *non-Big Four*. Kantor Akuntan Publik (KAP) *Big Four* terdiri dari Deloitte, PricewaterhouseCoopers (PwC), Ernst & Young (EY), dan KPMG (www.statista.com). *Audit quality* dapat diukur dengan variabel *dummy*, yaitu variabel indikator dinilai 1 apabila perusahaan diaudit oleh Kantor Akuntan Publik (KAP) *Big Four* dan dinilai 0 apabila perusahaan diaudit oleh KAP *non-Big Four* (Hatane *et al*, 2019).

Menurut Robiansyah *et al* (2019), tingginya suatu kualitas audit yang dihasilkan auditor dapat dilihat dari beberapa faktor, seperti sumber daya yang dimilikinya, kehati-hatian dalam melakukan aktivitas *auditing*, dan reputasi KAP-

nya di dalam pasar modal. Hasil audit dari KAP *Big 4* dipandang berkualitas karena memenuhi faktor-faktor tersebut (Robiansyah *et al*, 2019). Harjanto (2017) juga mengatakan bahwa Kantor Akuntan Publik yang besar memiliki kecenderungan untuk menyelesaikan pekerjaan auditnya lebih cepat dibandingkan Kantor Akuntan Publik lainnya. Waktu audit yang lebih cepat adalah cara bagi Kantor Akuntan Publik besar untuk mempertahankan reputasinya (Harjanto, 2017).

2.15 Pengaruh *Audit Quality* terhadap *Shareholder Value Creation*

Menurut Hatane *et al* (2019), saat ini kualitas laporan keuangan perusahaan sangat penting bagi para investor dan pemegang saham. Andriani dan Nursiam (2018) mengatakan bahwa audit memiliki fungsi sebagai proses untuk mengurangi ketidakselarasan informasi yang terdapat antara manajer dan para pemegang saham dengan menggunakan pihak luar untuk memberikan pengesahan terhadap laporan keuangan. Dengan jasa audit, tingkat keandalan laporan keuangan meningkat (Tuanakotta, 2015). Karena alasan tersebut, banyak perusahaan menggunakan jasa dari kantor akuntan besar atau ternama, seperti Kantor Akuntan Publik (KAP) *Big Four* (Hatane *et al*, 2019). Afza dan Nazir (2003) dalam Hatane *et al* (2019) menyatakan bahwa perusahaan yang menggunakan jasa Kantor Akuntan Publik (KAP) *Big-Four* akan lebih mungkin untuk meneruskan layanan, karena investor merasa laporan keuangan yang diaudit akan menghasilkan informasi yang lebih dapat diandalkan (*reliable*).

Menurut Robiansyah *et al* (2019), perusahaan yang memilih KAP *Big 4* yang memiliki reputasi yang baik dan ini dipandang sebagai hal positif bagi pihak kreditur karena perusahaan tersebut dinilai lebih transparan, dan memiliki kualitas laporan keuangan yang baik, sehingga risiko perusahaan menjadi lebih rendah dan pihak kreditur memberikan bunga pinjaman rendah yang berdampak pada *cost of debt* perusahaan semakin kecil. Hussainey (2010) dalam Hatane *et al* (2019) mengatakan bahwa kantor akuntan yang besar dapat menghasilkan laporan keuangan yang lebih berkualitas dibandingkan kantor akuntan yang kecil, sehingga berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan masyarakat memandang Kantor Akuntan Publik (KAP) *Big-Four* dengan tingkat integritas dan profesionalisme yang tinggi (Hatane *et al*, 2019).

Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Hatane *et al* (2019) menunjukkan bahwa kualitas audit (*audit quality*) berpengaruh positif signifikan terhadap *Economic Value Added (EVA)* pada perusahaan-perusahaan Malaysia. Namun, hasil penelitian tersebut bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Abdolmaleki *et al* (2016) yang memperoleh hasil bahwa kualitas audit (*audit quality*) tidak memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *Economic Value Added (EVA)*.

Berdasarkan teori yang telah diuraikan dan hasil penelitian terdahulu, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Has: *Audit quality* yang diproksikan dengan ukuran KAP (*Big Four* dan *non-Big Four*) berpengaruh positif terhadap *shareholder value creation* yang diproksikan dengan *Economic Value Added (EVA)*.

2.16 Pengaruh *Capital Structure, Board Size, Commissioner Independence, Free Cash Flow, dan Audit Quality* secara Simultan terhadap *Shareholder Value Creation*

Berdasarkan penelitian Sharma dan Grover (2015) yang dilakukan terhadap perusahaan yang terdaftar pada *Bombay Stock Exchange Sensitive Index* tahun 2009-2013, diketahui bahwa variabel dividen dan *capital structure* yang diproksikan dengan *Debt-Equity Ratio (DER)* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *shareholder value creation* yang diproksikan dengan *Economic Value Added (EVA)* dengan nilai signifikansi 0,001. Sementara, berdasarkan penelitian Rory *et al* (2017) yang dilakukan terhadap perusahaan yang terdaftar pada indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015, variabel-variabel yang digunakan, yaitu investasi aktiva yang diproksikan dengan *total fixed assets*, keputusan pendanaan yang diproksikan dengan *Debt-Equity Ratio (DER)*, dan efisiensi aktiva yang diproksikan dengan *Total Asset Turnover (TATO)* secara simultan tidak berpengaruh terhadap *Economic Value Added (EVA)* dengan nilai signifikansi 0,211.

Penelitian Aprilia (2018) yang dilakukan terhadap perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2015 menunjukkan bahwa variabel-variabel yang digunakan, yaitu struktur *Good Corporate Governance* yang diproksikan dengan ukuran dewan direksi, ukuran dewan komisaris, komisaris independen, komite audit, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional dan *sustainability report disclosure* secara simultan berpengaruh terhadap *Economic Value Added (EVA)* dengan nilai signifikansi 0,000. Selain itu,

penelitian Rahma (2018) yang dilakukan terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2014 menunjukkan hasil bahwa *firm size* yang diproksikan dengan *total assets*, tingkat *leverage* yang diproksikan dengan *Debt-Equity Ratio (DER)*, dan tingkat *profitability* yang diproksikan dengan *Return on Equity (ROE)* secara simultan berpengaruh terhadap *Economic Value Added (EVA)* dengan nilai signifikansi 0,001003.

2.17 Model Penelitian

Model penelitian yang digunakan untuk menguji hipotesis pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

Gambar 2.1
Model Penelitian

