
**KETIKA KOMPENSASI MANAJEMEN BERPERAN DALAM
MENINGKATKAN NILAI PERUSAHAAN DENGAN KINERJA KEUANGAN
SEBAGAI PEMEDIASI**

Rendy Mirwan Aspirandi
Universitas Muhammadiyah Jember
rendymirwanaspirandi@unmuhjember.ac.id

***Abstract:** This study examines the effect of management compensation on firm value. In addition, this study also examines the role of mediation of financial performance on the effect of management compensation on firm value. Analytical technique using PLS (Partial Least Square). The research population is a manufacturing sector company listed on the Indonesia Stock Exchange in 2010-2014. The results show some findings. First, an increase in management compensation will also increase the firm value. Second, financial performance acts as a mediator of the influence of management compensation on firm value. The type of mediation of financial performance is partial mediation.*

***Keywords:** Management Compensation, Financial Performance, and Firm Value*

1. PENDAHULUAN

Nilai perusahaan merupakan indikator penilaian yang diperhatikan oleh para pemilik perusahaan karena berhubungan dengan kinerja manajemen perusahaan (Scholtz dan Smit, 2012). Nilai perusahaan dapat digambarkan dengan kondisi harga saham yang ada di pasar modal (Efni, Hadiwidjojo, Salim, dan Rahayu, 2011). Apabila nilai pasar perusahaan semakin tinggi, kemakmuran pemegang saham akan semakin tinggi. Perusahaan harus dapat mengelola dan menggunakan sumber daya yang dimilikinya secara efisien dan efektif untuk dapat tetap menciptakan nilai perusahaan

(Nuhuyanan, 2015). Seluruh sumber daya berperan penting dalam sebuah perusahaan. Harga saham yang mencerminkan nilai perusahaan tidak hanya mengenai nilai intrinsik saham, tetapi harga saham yang terbentuk di pasar menunjukkan kemampuan perusahaan yang diharapkan untuk dapat meningkatkan nilai kemakmuran pemegang saham di masa depan (Sudiyatno, Puspitasari, dan Kartika, 2012).

Fenomena yang terjadi pada beberapa saham perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2010-2014 masuk dalam *top loser* saham. *Top loser*

saham merupakan saham yang memiliki kinerja terburuk selama periode tertentu. Beberapa perusahaan sektor manufaktur yang masuk dalam *top loser* saham, seperti: PT. Intikeramik Alamasri Industri, Tbk.; PT. Kertas Basuki Rachmat Ind., Tbk.; PT. Sorini Agro Asia Corporindo, Tbk.; PT. ICTSI Jasa Prima, Tbk.; dan PT. Saranacentral Bajatama, Tbk.

Perusahaan yang masuk dalam *top loser* memiliki kekhawatiran yang besar mengenai keberlanjutan perusahaan di masa depan. Penurunan harga saham yang sangat tajam pada periode tertentu mengakibatkan investor enggan untuk berinvestasi di perusahaan yang bersangkutan. Nilai perusahaan yang turun tajam akan menurunkan kekayaan dari pemegang saham dan meningkatkan risiko kebangkrutan yang dihadapi oleh perusahaan di masa depan (Efni *et al.*, 2011).

Sangat penting untuk menguji dan menganalisis beberapa faktor kunci yang harus diperhatikan oleh manajemen perusahaan untuk dapat mempertahankan nilai perusahaan di dalam persaingan bisnis. Landasan teori normatif yang akan digunakan adalah *Agency Theory* yang menyatakan bahwa terdapat kontrak antara prinsipal dengan

agen dalam pelaksanaan kegiatan perusahaan atau bisnis (Jensen dan Meckling, 1976). Agen dan prinsipal akan terdapat konflik kepentingan yang menyebabkan timbulnya *agency cost*.

Penelitian terdahulu yang menemukan bahwa kompensasi manajemen dapat meningkatkan nilai perusahaan, yaitu: Dah *et al.* (2012), Scholtz dan Smit (2012), dan Sudyatno *et al.* (2012). Namun, penelitian yang dilakukan oleh Tarkovska (2014) menemukan hasil yang bertolak belakang bahwa kenaikan kompensasi CEO akan menurunkan nilai perusahaan.

Selain pengaruh langsung yang telah dijelaskan sebelumnya, ternyata terdapat beberapa penelitian yang menemukan bahwa terdapat pengaruh kompensasi manajemen terhadap nilai perusahaan dan kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan, yaitu: Damen (2011), Scholtz dan Smit (2012), dan Wahyuni (2014), Sudyatno *et al.* (2012), dan Dah *et al.* (2012). Oleh karena itu, kompensasi manajemen dimungkinkan berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kinerja keuangan.

Berdasarkan fenomena yang telah dijelaskan tersebut, beberapa permasalahan yang dapat dirumuskan dalam bentuk beberapa pertanyaan penelitian yang akan berusaha untuk dipecahkan melalui analisis penelitian lebih lanjut. Penelitian ini akan membuktikan, apakah kompensasi manajemen berpengaruh terhadap nilai perusahaan? Apakah kompensasi manajemen berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kinerja keuangan perusahaan?

2. TINJAUAN TEORITIS

2.1 Teori Agensi (*Agency Theory*)

Hubungan antara agen (manajer) dengan prinsipal (pemilik) akan menimbulkan sebuah biaya agensi (*agency cost*). Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan *agency cost* merupakan jumlah dari (1) *the monitoring expenditures by principal*, (2) *the bonding expenditures by the agent*, dan (3) *the residual loss*. *The monitoring expenditures by principal* merupakan biaya yang dikeluarkan oleh prinsipal untuk mengawasi tindakan agen dalam perusahaan. *The bonding expenditures by the agent* merupakan biaya yang dikeluarkan perusahaan dalam perikatan antara agen dengan

prinsipal. *The residual loss* merupakan *total agency cost* yang timbul akibat penjualan ekuitas di luar perusahaan karena kegiatan *monitoring* dan *bonding* yang belum diperbolehkan. *Residual loss* dihasilkan oleh kerja sama yang dibutuhkan untuk meningkatkan dana perusahaan yang digunakan untuk melakukan investasi.

Hubungan antara kompensasi dengan kinerja merupakan turunan dari teori agensi (Cooper, *et.al.*, 2009). Kompensasi merupakan *bonding cost* dalam *agency cost* yang merupakan hasil kesepakatan dalam kontrak perjanjian antara agen dengan prinsipal.

2.2 Kompensasi Manajemen

Kompensasi manajemen merupakan bentuk imbal hasil yang diberikan oleh pemilik kepada manajer perusahaan atas usaha yang dilakukan dalam mengembangkan perusahaan. Fokus utama adalah pada jenis kompensasi baik secara langsung atau tidak langsung, yaitu: kompensasi jangka pendek dan jangka panjang dari anggota manajemen di suatu perusahaan.

Pengukuran kompensasi manajemen didasarkan pada pengukuran yang dilakukan oleh

Wahyuni (2014). Pengukuran kompensasi manajemen menggunakan *natural logarithm* dari total kompensasi manajemen yang disajikan dalam laporan keuangan perusahaan.

2.3 Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan berperan sebagai variabel *intervening* karena pada hakekatnya sebelum para pemegang saham melakukan pengambilan keputusan dalam menentukan tingkat harga yang bersedia mereka bayar untuk perusahaan yang bersangkutan, para pemegang saham melakukan analisis terhadap laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan terlebih dahulu (Brigham dan Houston, 2006:94). Hasil dari analisis laporan keuangan adalah kinerja keuangan perusahaan. Beberapa rasio keuangan yang akan digunakan untuk mencerminkan pengukuran kinerja keuangan, yaitu: *Return On Equity* (ROE), *Return On Asset* (ROA), *Inventory Turn Over* (ITO), *Current Ratio* (CR) dan *Earning Per Share* (EPS).

2.4 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dipandang sebagai indikator penting oleh semua

manajemen perusahaan. Pemilik perusahaan atau pemegang saham perusahaan memiliki tujuan dalam memaksimalkan kekayaannya. Perusahaan harus dapat mengelola dan menggunakan sumber daya yang dimilikinya secara efisien dan efektif untuk dapat tetap menciptakan nilai perusahaan (Nuhuyanan, 2015). Tujuan kebijakan perusahaan secara umum untuk mengembangkan perusahaan dengan meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan (Sudiyatno, *et al.*, 2012). Beberapa metode pengukuran nilai perusahaan yang akan digunakan dalam penelitian sebagai berikut: *Discounted Cash Flow*, *Shareholder Value Analysis* (SVA), *Economic Value Added* (EVA), *Total Shareholder Return* (TSR), *Wealth Added Index* (WAI), *Market Value Added* (MVA), *Excess return*, dan *Market to Book Ratio* (MBR).

2.5 Kerangka Konseptual Dan Perumusan Hipotesis

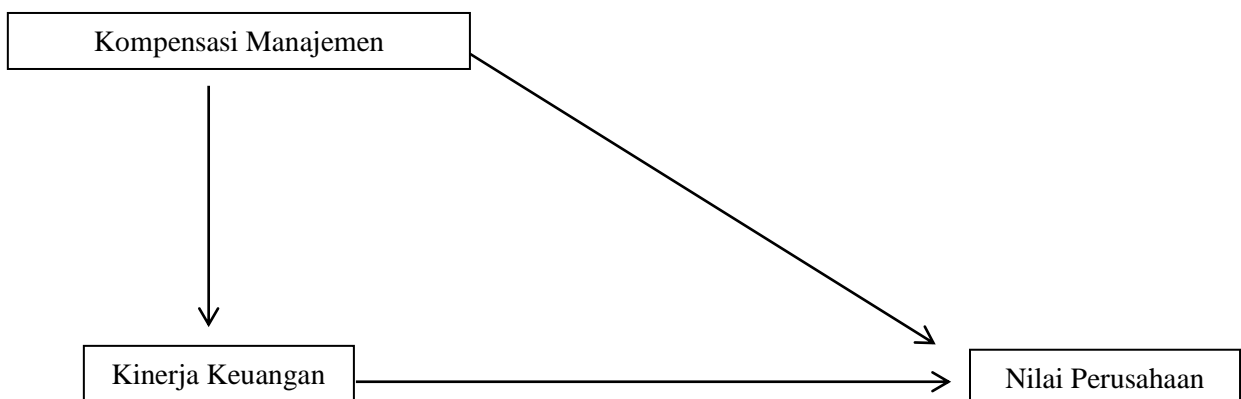
Seiring perkembangan dalam dunia bisnis, persaingan antar bisnis di pasar semakin ketat. Para manajer perusahaan memiliki tugas yang lebih berat dalam mempertahankan dan memaksimalkan nilai perusahaannya. Nilai perusahaan akan berhubungan

dengan tingkat kekayaan pemegang saham perusahaan (Apriada, 2013). Untuk menjaga tingkat nilai perusahaan, manajemen perusahaan harus memperhatikan tingkat kompensasi manajemen dalam perusahaan karena kompensasi manajemen merupakan imbal hasil yang diberikan dari usaha yang berhasil dicapai oleh manajemen perusahaan. Peningkatan keunggulan kompetitif melalui kegiatan penelitian & pengembangan juga merupakan

faktor yang penting untuk terus dapat menumbuhkan nilai perusahaan dalam persaingan di pasar. *Agency Theory* menyatakan bahwa terdapat kontrak antara agen dengan prinsipal dalam melaksanakan kegiatan bisnis (Jensen dan Meckling, 1976). Kontrak ini yang menimbulkan *agency cost* dalam menjaga keselarasan tujuan antara agen dengan prinsipal. Gambar 1 menyajikan kerangka konseptual sebagai berikut.

Gambar 1

Kerangka Konseptual



Agency Theory menyatakan bahwa kontrak yang dilakukan oleh agen dan prinsipal akan menimbulkan *agency cost*. Kompensasi merupakan *bonding cost* dalam *agency cost* yang merupakan hasil kesepakatan dalam kontrak perjanjian antara agen dengan prinsipal.. Beberapa hasil penelitian terdahulu yang telah menemukan

kompensasi manajemen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, yaitu: Dah *et al.* (2012), Scholtz dan Smit (2012), Sudiyatno *et al.* (2012), dan Cooper *et al.* (2011). Oleh karena itu, hipotesis penelitian yang dirumuskan adalah:

**H₁: Kompensasi Manajemen
Berpengaruh Positif Terhadap
Nilai Perusahaan.**

Kompensasi manajemen merupakan *bonding expenditures by agent* dalam *Agency Theory*. Kontrak kompensasi akan memotivasi eksekutif perusahaan melakukan proyek penelitian & pengembangan yang berisiko untuk memperoleh keuntungan perusahaan dalam jangka panjang (Persons, 1999). Kinerja keuangan yang meningkat akan direspon positif pasar sehingga nilai pasar perusahaan akan meningkat (Nuhayanan, 2015). Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa penilaian pemegang saham harus melalui kinerja keuangan terlebih dahulu yang selanjutnya diwujudkan dalam kesediaan pemegang saham dalam menghargai perusahaan. Penelitian terdahulu yang menemukan bahwa kompensasi manajemen berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan, yaitu: Scholtz dan Smit (2012) dan Cooper *et al.* (2011). Hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Sudiyatno *et al* (2012) dan Dah *et al* (2012) menemukan bahwa kinerja keuangan perusahaan yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu,

hipotesis penelitian yang dirumuskan adalah:

**H₂: Kompensasi Manajemen
Berpengaruh Tidak Langsung
terhadap Nilai Perusahaan
Melalui Kinerja Keuangan.**

3. METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Populasi yang akan digunakan adalah semua perusahaan sektor manufaktur yang masuk dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2010-2014. Perusahaan sektor Manufaktur dipilih karena terdapat beberapa perusahaan yang mengalami penurunan nilai perusahaan yang sangat tajam setiap tahunnya dari tahun 2010-2014. Penurunan nilai perusahaan yang tajam dapat dicerminkan dalam penurunan harga saham yang ada di pasar modal. Beberapa perusahaan sektor manufaktur masuk dalam top loser saham terburuk setiap tahunnya.

Metode pengambilan sampel nonprobabilitas (pemilihan *nonrandom*) dengan cara *purposive sampling*. Kriteria tertentu menjadi dasar pengambilan sampel dari populasi dengan metode *purposive sampling*. Kriteria yang akan digunakan adalah berdasarkan pertimbangan tertentu

(*judgment sampling*). *Purposive sampling* yang menggunakan kriteria berupa pertimbangan tertentu merupakan *judgment sampling*. Kriteria-kriteria tertentu pengambilan sampel sebagai berikut:

1. Perusahaan masuk dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) dan memublikasikan laporan keuangan auditan berturut-turut dari tahun 2010-2014.
2. Laba bersih perusahaan harus terdapat nilai yang positif dari tahun 2010-2014.
3. Perusahaan harus memiliki nilai ekuitas yang positif selama tahun 2010-2014.
4. Data yang dibutuhkan tersedia lengkap dalam laporan keuangan setiap periodenya untuk perhitungan setiap variabel penelitian.

Berdasarkan beberapa kriteria pemilihan sampel yang telah ditentukan maka didapatkan 30 perusahaan sampel yang dapat digunakan dalam analisis penelitian. Jumlah total pengamatan selama 5 tahun sebanyak 150.

3.2 Variabel dan Definisi Operasional Variabel Penelitian

1. Variabel Eksogen

Kompensasi manajemen sebagai variabel eksogen. Variabel eksogen

kompensasi manajemen berbentuk variabel manifes yang dapat diukur secara langsung. Kompensasi manajemen akan diukur dengan cara menjadikan total kompensasi manajemen ke dalam *natural logarithm* (Wahyuni, 2014). Transformasi *natural logarithm* digunakan untuk menghindari hubungan yang tidak linier dan distribusi data yang tidak normal pada total kompensasi manajemen (Benoit, 2011). Berikut rumus kompensasi manajemen:

$$\text{KOMP} = \ln \text{Total Kompensasi}$$

2) Variabel Endogen

Nilai perusahaan sebagai variabel endogen. Variabel endogen nilai perusahaan berbentuk konstruk laten yang dicerminkan oleh 8 buah indikator, sebagai berikut:

a. *Discounted Cash Flow*

Pengukuran nilai perusahaan dilakukan dengan cara menambahkan *present value* arus kas bebas dari operasi dengan nilai aset non operasi. Pengukuran *discounted cash flow* digunakan dalam mencerminkan nilai perusahaan karena *discounted cash flow* menentukan besar arus kas bebas

yang dapat dihasilkan oleh perusahaan dari aktivitas operasinya. Arnold (2013:653) menentukan rumus *discounted cash flow* adalah:

Nilai perusahaan = Present value arus kas bebas dari operasi + Nilai aset non operasi

- b. *Shareholder Value Analysis* (SVA)
Analisis berbasis nilai pemegang saham yang mengurangkan antara nilai perusahaan dengan besarnya utang. Pengukuran *Shareholder Value Analysis* (SVA) digunakan karena mencerminkan besarnya nilai bagi pemegang saham yang dapat dihasilkan oleh perusahaan. Arnold (2013:656) menjelaskan rumus SVA adalah:

Nilai Pemegang Saham
= Nilai Perusahaan – Utang
= (Present value prediksi arus kas operasi dalam horison waktu + Present value arus kas operasi setelah horison waktu + Current value surat berharga dan investasi non operasi lainnya) – Utang

- c. *Economic Value Added* (EVA)
Rumus *Economic Value Added* (EVA) memiliki arti bahwa *adjusted* laba operasi setelah pajak dikurangi dengan *adjusted* modal yang diinvestasikan dikalikan WACC. Pengukuran EVA digunakan karena EVA memperhitungkan pengeluaran

di masa lalu yang pengaruhnya secara jangka panjang terhadap penciptaan nilai perusahaan, seperti: aktivitas pemasaran dan penelitian & pengembangan. Arnold (2013:668) menjelaskan rumus EVA adalah

EVA = Adjusted laba operasi setelah pajak – (Adjusted modal yang diinvestasikan x WACC)

- d. *Total Shareholder Return* (TSR)
Total Shareholder Return (TSR) adalah rasio yang memerhitungkan dividen dan harga saham perusahaan selama periode tertentu. Pengukuran TSR digunakan karena pemegang saham tertarik pada total pengembalian yang diperoleh atas investasi yang dilakukan pemegang saham terhadap inflasi secara umum, kelompok perusahaan yang sama, dan pasar secara umum. Arnold (2013:670) menjelaskan rumus TSR adalah

$$\text{TSR} = \frac{\text{Dividend Per Share} + (\text{Harga saham diakhir periode} - \text{Harga saham perdana})}{\text{Harga saham perdana}}$$

- e. *Wealth Added Index* (WAI)
WAI adalah kekayaan pemegang saham yang meningkat karena mendapatkan dividen dan *capital gains* (atau *capital losses*) saham selama periode tertentu. Pengukuran

WAI digunakan karena analisis WAI lebih berfokus pada penggambaran pertumbuhan perusahaan dibandingkan dengan lebih memfokuskan pada tingkat pengembalian yang dibutuhkan untuk penciptaan nilai pemegang saham. Arnold (2013:673) menjelaskan WAI dapat dirumuskan sebagai berikut:

WAI = Kapitalisasi pasar – Kenaikan penambahan modal oleh pemegang saham + (Dividen + Pembelian kembali saham) – Tingkat pengembalian

f. *Market Value Added* (MVA)

Market Value Added (MVA) adalah jumlah total modal yang disetor ke dalam perusahaan oleh penyedia pembiayaan (liabilitas dan modal) dan harga pasar saham saat ini dan hutang perusahaan. Pengukuran MVA digunakan karena MVA dapat menggambarkan seberapa baik kinerja eksekutif perusahaan dalam mengelola dana yang dipercayakan oleh para pemegang saham dan kreditor. Arnold (2013:674) menjelaskan rumus MVA adalah:

MVA = Nilai pasar – Modal yang diinvestasikan

g. *Excess return*

Excess return menurut adalah total saldo modal yang dimiliki dalam beberapa tahun sebelumnya dan kemudian mengenakan biaya pada perusahaan dalam penggunaan modal yang telah diinvestasikan tersebut selama bertahun-tahun. Pengukuran *excess return* digunakan karena *excess return* dapat memperhitungkan selisih antara kekayaan yang sebenarnya dengan kekayaan yang diharapkan. Arnold (2013:678) menjelaskan rumus *excess return* adalah:

Excess return = Kekayaan aktual – Kekayaan yang diharapkan

h. *Market to Book Ratio* (MBR)

Apabila nilai pasar utang sama dengan nilai buku utang, versi MBR adalah rasio nilai pasar saham biasa yang dimiliki perusahaan terhadap jumlah modal yang disediakan oleh pemegang saham biasa (dalam tujuan manajemen berbasis nilai bahwa saham preferen dianggap sebagai utang). MBR digunakan karena MBR akan menunjukkan kinerja eksekutif perusahaan dalam menciptakan nilai pasar perusahaan dari modal yang digunakan.

Arnold (2013:678) menjelaskan rumus MBR adalah:

$$\text{MBR} = \frac{\text{Modal}}{\text{Nilai pasar}}$$

3. Variabel *Intervening*

Kinerja keuangan berbentuk variabel laten yang dapat dicerminkan oleh 5 buah indikator, yaitu: *Return On Equity*, *Return On Asset*, *Inventory Turn Over*, *Current Ratio*, dan *Earning Per Share*. Pengukuran ini didasarkan pada penelitian yang telah dilakukan oleh Ayaydin dan Karaaslan (2014), Nuhuyanan (2015), dan Suhendra (2015).

a. *Return On Equity* (ROE)

ROE merupakan rasio yang mengukur kemampuan manajemen dalam menggunakan modal pemegang saham dalam menghasilkan keuntungan. ROE mengukur efisiensi suatu perusahaan dari keuntungan yang dihasilkan dari setiap unit ekuitas pemegang saham (Sudibya dan Restuti, 2014). Rumus dari ROE adalah:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total ekuitas pemegang saham}}$$

b. *Return On Asset* (ROA)

ROA merupakan laba bersih setelah pajak dibandingkan dengan total aset

perusahaan (Hadiwijaya dan Rohman, 2013). ROA digunakan dalam mengukur kinerja keuangan perusahaan karena ROA mencerminkan kemampuan manajemen dalam mengelola aset yang dimiliki perusahaan untuk menghasilkan keuntungan yang maksimal. Rumus dari ROA adalah

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total aset}}$$

c. *Inventory Turn Over* (ITO)

ITO merupakan rasio keuangan yang menggambarkan perbandingan harga pokok penjualan terhadap persediaan (Ayaydin dan Karaaslan, 2014). ITO digunakan dalam mencerminkan kinerja keuangan perusahaan karena ITO menunjukkan kemampuan manajemen perusahaan dalam menjual produk kepada konsumen. Rumus dari ITO adalah

$$\text{ITO} = \frac{\text{Persediaan}}{\text{Harga Pokok Penjualan}}$$

d. *Current Ratio* (CR)

CR merupakan rasio keuangan yang membandingkan aset lancar terhadap liabilitas lancar (Ayaydin dan Karaaslan, 2014). CR digunakan dalam mencerminkan kinerja keuangan perusahaan karena CR akan menunjukkan perusahaan

mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan harta lancar yang dimiliki perusahaan. CR berkaitan dengan likuiditas perusahaan. Rumus dari CR adalah

$$CR = \frac{\text{Aset lancar}}{\text{Liabilitas lancar}}$$

e. *Earning Per Share* (EPS)

EPS menggambarkan bagian keuntungan yang diperoleh oleh investor pada setiap lembar saham biasa yang dimilikinya (Suhendra, 2015). EPS digunakan dalam mencerminkan kinerja keuangan perusahaan karena EPS merupakan indikator penting yang menunjukkan kemampuan laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan untuk setiap lembar saham biasa yang dimiliki para pemilikinya. Rumus dari EPS adalah

$$EPS = \frac{\text{Jumlah lembar saham biasa yang beredar}}{\text{Laba bersih setelah pajak}}$$

3.3 Teknik Analisis Data

Model PLS (*Partial Least Square*) akan digunakan dengan bantuan *software* WarpPLS 5.0 untuk menganalisis data. PLS dikenal sebagai pendekatan yang baik untuk mempelajari model-model hubungan yang melibatkan banyak konstruk

dengan banyak pengukuran-pengukuran (Hartono, 2008:249). Teknik PLS lebih superior dibandingkan dengan teknik regresi dan analisis faktor (*factor analysis*) karena item-item yang mengukur suatu konstruk (yaitu model pengukuran) dinilai dalam konteks model teoritisnya. Sebaliknya, nilai-nilai faktor yang dihitung dan kemudian dikirimkan ke suatu model regresi diasumsikan bahwa nilai-nilai tersebut portabel yang merupakan suatu asumsi yang kurang dapat dipertahankan. Oleh karena itu, alat analisis yang akan digunakan adalah PLS (*Partial Least Square*).

Baron dan Kenny (2008) berpendapat bahwa syarat terjadinya mediasi adalah pengaruh langsung (*direct effect*) bernilai signifikan. Pengaruh variabel eksogen terhadap variabel mediasi bernilai signifikan. Selain itu, pengaruh variabel mediasi terhadap variabel endogen juga harus bernilai signifikan.

Statistik merupakan cara dalam pengujian hipotesis melalui tahap merumuskan hipotesis statistik dan selanjutnya menentukan kriteria pengujian hipotesis sebagai penentu diterima atau ditolaknya hipotesis penelitian.

a. Perumusan Hipotesis Statistik

$$H1 : NP = \beta_0 + \beta_1 KOMP + \zeta_1$$

$$H2 : NP = \beta_0 + \beta_2 KOMP + \beta_3 KK + \zeta_2$$

Keterangan:

NP : Variabel Nilai Perusahaan

KK : Variabel Kinerja Keuangan

KOMP : Variabel Kompensasi Manajemen

$\beta_0 \dots \beta_3$: Koefisien jalur

ζ_i : Tingkat kesalahan pengukuran ke-i

- b. Kriteria pengambilan keputusan menolak atau menerima hipotesis
- Kriteria pengambilan keputusan menolak atau menerima hipotesis pada *output* WarpPLS dengan melihat hasil nilai *p-value*. Nilai *p-value* pada *output* WarpPLS merupakan hasil pengujian untuk *two-tailed*. Penelitian menggunakan uji *one-tailed* karena hipotesis penelitian menggunakan hipotesis berarah yaitu berpengaruh positif. Untuk mengetahui hasil *p-value one tailed* harus membagi dua *output p-value two-tailed* yang dihasilkan oleh WarpPLS. Apabila nilai *p-value one-tailed* lebih kecil dari 0,05, berarti terdapat pengaruh antar konstruk penelitian. Sebaliknya, apabila nilai *p-value one-tailed* lebih besar dari 0,05,

berarti tidak terdapat pengaruh antar konstruk penelitian.

4. PEMBAHASAN

4.1 Analisis Data

Pada Tahap 3 *Pre-proceed Data*, data penelitian ternyata banyak mengandung *outlier*. Untuk mengatasi banyak terdapatnya *outlier*, pemilihan metode resampling yang digunakan adalah Jackknifing. Metode resampling Jackknifing merupakan metode resampling yang baik untuk mengatasi masalah adanya *outlier* (Sholihin dan Ratmono, 2013: 40).

1. Evaluasi *Outer Model*

a. Uji Validitas Konvergen

Model akan dilakukan re-estimasi dengan mengeluarkan indikator ITO dan CR pada konstruk KK serta indikator DCF, SVA dan TSR pada konstruk NP yang tidak memenuhi syarat validitas konvergen, yaitu: nilai *loading* (λ) di atas 0,50 (Ghozali, 2008:40) dan nilai *p-value* <0,05 (Sholihin dan Ratmono, 2013:65). Berikut hasil setelah dilakukan re-estimasi:

Tabel 1
Outer Loadings Setelah Re-estimasi

	KK	NP	P value
ROE	(0,677)	0,019	0,005
ROA	(0,819)	0,259	<0,001
EPS	(0,729)	-0,308	0,029
EVA	-0,003	(0,919)	<0,001
WAI	-0,074	(0,714)	0,004
MVA	-0,080	(0,943)	<0,001
ER	-0,067	(0,930)	<0,001
MBR	0,242	(0,801)	<0,001

Sumber: *Output WarpPLS 5.0*

Berdasarkan Tabel 2 hasil *outer loading* setelah re-estimasi, maka semua indikator telah memiliki *loading* (λ) lebih dari 0,50 dan *p-value* <0,05 sehingga memenuhi syarat validitas konvergen.

b. Uji Validitas Diskriminan

Berdasarkan hasil Tabel 2 dapat dilihat bahwa indikator ROE, ROA, dan EPS memiliki *loading* yang lebih besar ke konstruk KK dibandingkan nilai *cross-loading* ke konstruk NP. Indikator EVA, WAI, MVA, ER, dan MBR memiliki *loading* yang lebih besar ke konstruk NP dibandingkan nilai *cross-loading* ke konstruk KK. Jadi, semua konstruk dalam model

yang diestimasi memenuhi kriteria validitas diskriminan.

Hasil yang disajikan dalam Tabel 2 merupakan metode lain pengujian validitas diskriminan.

Penjelasannya sebagai berikut:

Tabel 2
Correlations dan Akar AVE

	KK	NP
KK	(0,744)	0,345
NP	0,345	(0,866)

Sumber: *Output WarpPLS 5.0*

Berdasarkan hasil yang ditunjukkan oleh Tabel 2 dapat disimpulkan bahwa akar AVE lebih tinggi daripada korelasi antara konstruk. Jadi, semua konstruk dalam model yang diestimasi memenuhi kriteria validitas diskriminan.

c. Uji Reliabilitas

Tabel 3 menyajikan hasil uji reliabilitas dengan nilai yang ditunjukkan oleh *Cronbach's alpha* dan *Composite reliability*. Selain itu, Tabel 3 juga menyajikan hasil uji multikolinearitas yang ditunjukkan dengan nilai *Full Collinearity VIF*.

Tabel 3
Latent Variable Coefficients

	KK	NP
Composite reliability	0,787	0,937
Cronbach's alpha	0,593	0,914
Avg. var. extrac.	0,554	0,750
Full collin. VIF	1,136	1,650

Sumber: *Output WarpPLS 5.0*

Berdasarkan hasil yang ditunjukkan pada Tabel 3 nilai *Cronbach's alpha* dan *Composite reliability* telah memenuhi syarat reliabilitas. Selain itu, model bebas dari multikolinearitas.

2. Evaluasi *Inner Model* (Model Struktural)

Tabel 4 menunjukkan hasil dari pengujian *goodness of fit model* penelitian. Penjelasan sebagai berikut:

Tabel 4
General SEM Analysis Results

Average path coefficient (APC)=0,384, P<0,001
Average R-squared (ARS)=0,346, P<0,001
Average block VIF (AVIF)=1,088, acceptable if<=5, ideally <=3,3

Sumber: *Output WarpPLS 5.0*

Berdasarkan hasil yang disajikan pada Tabel 4 nilai APC, ARS dan AVIF telah memenuhi kriteria *goodness of fit* model.

Tabel 5 menyajikan hasil perhitungan nilai koefisien determinasi (R^2) dan nilai *Stoner-Geisser Coefficient* (Q^2). Penjelasan sebagai berikut:

Tabel 5
 R^2 dan Q^2 Model Struktural

	KK	NP
R^2	0,040	0,653
Q^2	0,050	0,641

Sumber: *Output WarpPLS 5.0*

Tabel 6 menyajikan nilai koefisien determinasi (R^2) konstruk Nilai Perusahaan (NP) sebesar 0,653 menunjukkan bahwa variansi Nilai Perusahaan (NP) dapat dijelaskan sebesar 65,30% oleh Kompensasi Manajemen (KOMP) dan Kinerja Keuangan (KK). Nilai *Stoner-Geisser Coefficient* (Q^2) sebesar 0,050 dan 0,641 memiliki arti bahwa model penelitian memiliki validitas prediktif yang baik karena nilai $Q^2 > 0$. Tabel 6 menyajikan hasil analisis data penelitian. Hasil penelitian disajikan sebagai berikut.

Tabel 6
Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Keterangan Hipotesis	Notasi	Nilai Koefisien Jalur	P-Value (One-tailed)	Keputusan
H ₁	Kompensasi manajemen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan	KOMP → NP	0,770	0,0005	Diterima
H ₂	Kompensasi manajemen berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kinerja keuangan	KOMP → NP	0,698	0,0005	Diterima
		KOMP → KK	0,199	0,003	
		KK → NP	0,254	0,0005	

Sumber: *Output WarpPLS 5.0* diolah

- Hasil pengujian pengaruh Kompensasi Manajemen terhadap Nilai Perusahaan didapatkan koefisien jalur sebesar 0,770 dan signifikan dengan nilai p -value=0,0005 sehingga hipotesis 1, yaitu Kompensasi Manajemen Berpengaruh Positif Terhadap Nilai Perusahaan diterima.
- Hasil pengujian tidak langsung (*indirect effect*) jalur KOMP → KK → NP menyajikan bahwa: (1) KOMP → KK signifikan dengan koefisien 0,199 dan p -value=0,003; (2) KK → NP signifikan dengan koefisien 0,254 dan p -value=0,0005; dan (3) KOMP

→ NP signifikan dengan koefisien 0,698 dan p -value=0,0005. Hasil pengaruh langsung dan tidak langsung KOMP → NP menunjukkan nilai yang signifikan (p -value<0,05) dan koefisien jalur yang menurun dari 0,770 menjadi 0,698 maka jenis mediasinya adalah mediasi sebagian (*partial mediation*). Oleh karena itu, hipotesis 2 yang berbunyi Kompensasi Manajemen Berpengaruh Tidak Langsung Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kinerja Keuangan diterima.

4.2 Pembahasan

4.2.1 Pengaruh Kompensasi Manajemen Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kompensasi manajemen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang telah dilakukan oleh Dah *et al.* (2012), Scholtz dan Smit (2012), Sudiyatno *et al.* (2012), dan Cooper *et al.* (2011) yang menemukan bukti empiris bahwa kompensasi CEO dapat meningkatkan nilai perusahaan. Kompensasi yang tinggi akan menghasilkan kinerja manajemen perusahaan yang baik di masa depan. Salah satu contoh penerapan kompensasi yang dapat memotivasi manajemen untuk terus berusaha produktif adalah kompensasi berbasis kinerja.

Apabila dihubungkan dengan *Agency Theory*, hasil penelitian ini mendukung konsep *agency cost* khususnya *bonding cost*. Tingkat kompensasi yang diberikan terbukti akan menjaga konsistensi tindakan para manajemen perusahaan untuk tetap menjaga pertumbuhan nilai perusahaan.

4.2.2 Pengaruh Tidak Langsung Kompensasi Manajemen Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kinerja Keuangan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja keuangan berperan sebagai pemediasi sebagian (*partial mediation*) pengaruh kompensasi manajemen terhadap nilai perusahaan. Pemilik perusahaan harus melakukan pertumbuhan tingkat kompensasi yang diberikan kepada manajemen perusahaan secara konsisten. Ukuran perusahaan dalam sektor manufaktur dimungkinkan menentukan tingkat kompensasi yang didapatkan oleh manajemen perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan akan semakin besar pula rasio tingkat kompensasi karyawannya.

Hasil penelitian ini mendukung konsep *agency cost* khususnya *bonding cost* yang merupakan biaya perikatan yang dikeluarkan oleh pemilik perusahaan selaku prinsipal untuk tetap menjaga tindakan agen dalam perusahaan sesuai dengan tujuan prinsipal. Hasil penelitian kinerja keuangan merupakan pemediasi sebagian (*partial mediation*) pengaruh kompensasi manajemen terhadap nilai perusahaan. Peningkatan kompensasi yang konsisten akan memotivasi agen

(manajer) dalam mengembangkan nilai bagi para prinsipal (pemegang saham).

5. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Hasil penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa pertumbuhan nilai perusahaan ditentukan oleh kompensasi manajemen. Hasil penelitian ini menemukan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan berperan sebagai pemediasi sebagian (*partial mediation*) dalam pengaruh kompensasi manajemen terhadap nilai perusahaan menurut hasil penelitian.

Hasil penelitian ini mendukung dan memperkuat konsep *agency cost* yang terdapat dalam *Agency Theory*. Kompensasi manajemen yang merupakan *bonding expenditure* terbukti dapat menjaga perilaku agen (manajemen perusahaan) untuk tetap selaras dengan tujuan prinsipal (pemegang saham perusahaan) dalam menjalankan perusahaan. Kompensasi Manajemen merupakan indikator motivasi terhadap agen agar tidak hanya melakukan pengembangan perusahaan jangka pendek saja tetapi juga dalam

jangka panjang yang ditunjukkan melalui pertumbuhan nilai perusahaan.

5.2 Keterbatasan dan Saran Penelitian

Data penelitian masih terdapat *outlier* meskipun peneliti telah mengatasinya dengan teknik resampling jackknifing. Penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan mengeluarkan data yang *outlier* untuk menghasilkan analisis yang lebih maksimal.

Selain itu, perhitungan biaya bunga hutang dalam *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) untuk mendapatkan nilai *Economic Value Added* (EVA) dilakukan secara manual dengan mengalikan persentase bunga hutang terhadap total hutang perusahaan. Sehingga dimungkinkan perbedaan cara menghitung akan memengaruhi hasil yang didapatkan. Penelitian selanjutnya diharapkan mencari data perhitungan biaya bunga hutang yang lebih akurat untuk menghitung nilai *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) dalam *Economic Value Added* (EVA). Perhitungan biaya bunga hutang yang lebih akurat dapat menghasilkan nilai EVA yang juga lebih akurat.

DAFTAR PUSTAKA

- Arnold, G. 2013. *Corporate Financial Management. Fifth Edition*. Pearson Education Limited. Essex.
- Benoit, K. 2011. *Linear Regression Models With Logarithmic Transformations*. London School of Economics, London.
- Brigham, E.F. dan Houston, J.F. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Buku 1. Edisi 10. Penerbit Salemba Empat. Jakarta.
- Cooper, M. J., H. Gulen, dan P. R. Rau. 2011. *The Cross-section of Stock Returns and Incentive Pay*. JEL Classification: G34; J33.
- Dah, A. M., S. S. Abosedra, dan G.F. Matar. 2012. *CEO Compensation and Firm Value*. Journal of Business & Economics Research 10 (12): 689-694.
- Damen, J. P. S. 2011. *Firm financial performance and CEO compensation in the banking industry*. Tesis. Tilburg University.
- Efni, Y., D. Hadiwidjojo, U. Salim, dan M. Rahayu. 2011. *Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan Dan Kebijakan Deviden: Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Sektor Properti Dan Real Estate Di Bursa Efek Indonesia)*. Jurnal Aplikasi Manajemen 10 (1): 128-141.
- Ghozali, I. 2008. *Structure Equation Modeling Metode Alternatif dengan Partial Least Square (PLS)*. Edisi 2. Badan Penerbit Universitas Diponegoro Semarang. Semarang.
- Jensen, M. C. dan Meckling, W. H. 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics 3 (4): 305-360.
- Scholtz, H.E. dan A. Smit. 2012. *Executive remuneration and company performance for South African companies listed on the Alternative Exchange (AltX)*. Southern African Business Review 16 (1): 22-38.
- Sholihin, M. dan D. Ratmono. 2013. *Analisis SEM-PLS dengan Warp PLS 3.0*. Penerbit ANDI Yogyakarta. Yogyakarta.
- Sudiyatno, B., E. Puspitasari, dan A. Kartika. 2012. *The Company's Policy, Firm Performance, and Firm Value: An Empirical Research on Indonesia Stock Exchange*. American International Journal of Contemporary Research 2 (12): 30-40.
- Tarkovska, V. 2014. *CEO Pay Slice and Firm Value: Evidence from UK Panel Data*. Working paper published by Dublin Institute of Technology 2014.
- Wahyuni, S. 2014. *Past Performance and Executive Compensation: Evidence from Indonesia*. Asian Social Science 10 (22): 241-246.