

## BAB II

### LANDASAN TEORI

Pada bab ini akan dibahas mengenai konsep-konsep dasar yang diperlukan untuk bab-bab selanjutnya. Teori maksimisasi nilai mengatakan bahwa manajemen risiko inisiatif akan memiliki pengaruh langsung terhadap aktifitas operasional perusahaan. Teori tersebut secara lebih spesifik menyimpulkan bahwa manajemen risiko inisiatif dapat mengurangi kerugian dari volatilitas pasar dan penurunan biaya gesekan pasar, yang diikuti oleh pengurangan volatilitas dari arus kas dan perbaikan situasi keuangan perusahaan dan kinerja bisnis, yang pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Konsep-konsep tersebut terbagi menjadi konsep manajemen risiko inisiatif dan konsep nilai perusahaan. Selain itu, terdapat pula beberapa asumsi yang dibangun berdasarkan basis teori maksimisasi nilai dan penelitian terkait. Ukuran manajemen risiko inisiatif telah disesuaikan dengan penggunaan perusahaan-perusahaan keuangan di Indonesia dengan tujuan mengidentifikasi proses nilai perusahaan dipengaruhi oleh solusi-solusi manajemen risiko inisiatif.

#### 2.1 Tinjauan Pustaka

Manajemen risiko perusahaan (*Enterprise Risk Management/ERM*) adalah sistem yang diterapkan untuk mengelola dan mengontrol risiko bisnis perusahaan atau korporat dengan harapan bahwa sasaran atau target perusahaan dapat tercapai. Sistem ini telah banyak direferensikan untuk menjadi dasar dalam menentukan nilai perusahaan. Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission (COSO) mendefinisikan manajemen risiko perusahaan sebagai sebuah proses, dipe-

ngaruhi oleh dewan direksi, manajemen dan personil personalia lainnya, diterapkan dalam penetapan strategi dan di seluruh perusahaan, yang dirancang untuk mengidentifikasi kejadian potensial yang dapat mempengaruhi entitas, dan mengelola risiko yang berada dalam pemicu risikonya, untuk memberikan keyakinan memadai mengenai pencapaian tujuan entitas. Dalam hal kaitannya dengan nilai perusahaan, eksplorasi studi terkait didasari pada tiga perspektif, yaitu target manajemen risiko, efektifitas manajemen risiko dan instrumen manajemen risiko.

Untuk perspektif pertama, target manajemen risiko, literatur yang relevan adalah Stulz (1996), yang menyatakan bahwa tujuan utama manajemen risiko adalah mengurangi volatilitas arus kas perusahaan dan kemudian meningkatkan nilai perusahaan. Curell (2008) menunjukkan bahwa manajemen risiko memungkinkan perusahaan mencapai keseimbangan antara penjualan dan risiko, dan menjamin pemangku kepentingan (*stakeholder*) perusahaan bahwa nilai perusahaan dapat dipertahankan atau ditingkatkan.

Pandangan yang lain berasal dari perspektif manajemen risiko strategis, Basley dan Frigo (2007) berpendapat bahwa target manajemen risiko adalah meningkatkan kemungkinan perusahaan untuk mencapai tujuannya berdasarkan preferensi risiko pemegang saham. Jadi, manajemen risiko dapat melindungi atau bahkan menambah kepentingan pemegang saham. Manab, Kassim, dan Hussin (2010) percaya bahwa pentingnya praktik manajemen risiko terhadap kinerja dan penciptaan nilai perusahaan telah mendorong perusahaan untuk terus meningkatkan upaya implementasi manajemen risiko. Dengan mempelajari tujuan dan dampak manajemen risiko, Lien dan Li (2013) dan Bose dan Leung (2014) mengusulkan bahwa manajemen risiko mungkin memiliki efek perlindungan terhadap nilai perusahaan, namun dampak tersebut akan bervariasi dengan tindakan manajemen risiko. Dari literatur tersebut, dapat disimpulkan bahwa terdapat korelasi antara manajemen risiko dan nilai per-

sahaan. Namun, membuat konsensus mengenai apakah manajemen risiko pasti bisa meningkatkan nilai perusahaan merupakan hal yang sulit.

Kedua, isu utama yang menjadi perhatian akademisi adalah efektivitas manajemen risiko. Dengan mempertimbangkan apakah hipotesis pasar yang optimal disetujui, akademisi kembali dibagi menjadi dua kelompok. Kelompok pertama mengambil teori Modigliani dan Miller (1958) sebagai premis studi. Menurut kelompok pertama, manajemen risiko dilakukan di bawah lingkungan yang sempurna tanpa pajak, tidak ada biaya transaksi, tidak ada informasi asimetri dan suku bunga pinjaman yang sama untuk individu dan perusahaan. Kelompok ini berpendapat bahwa perusahaan adalah kumpulan berbagai proyek yang terkait oleh arus kas dan setiap perusahaan dapat menemukan dan merealisasikan strategi optimalnya sendiri untuk memaksimalkan nilai perusahaan di bawah tingkat premi risiko tertentu. Namun, seiring dengan perubahan nilai risiko, perusahaan harus memperbaiki struktur alokasi aset agar dapat meningkatkan biaya.

Penggunaan metode manajemen risiko yang berbeda secara fleksibel dapat membantu perusahaan mengkoordinasikan kombinasi proyek risiko. Oleh karena itu, perusahaan bisa menghemat biaya, akhirnya meningkatkan nilai perusahaan dan mewujudkan maksimalisasi nilai (Boyer, Boyer, dan Garcia, 2005). Kedua kelompok menyangkal hipotesis Modigliani dan Miller, dan percaya bahwa manajemen risiko dilakukan di bawah pasar yang tidak sempurna dengan pajak, biaya transaksi, asimetri informasi dan biaya agen utama. Kelompok ini berpendapat bahwa manajemen risiko dapat mengurangi faktor-faktor yang merugikan ini dan karenanya dapat meningkatkan nilai perusahaan (Froot, Scharfstein, dan Stein, 1993). Studi empiris yang khas dari perspektif manajemen risiko yang komprehensif dilakukan oleh Hoyt dan Liebenberg (2011), yang mempertimbangkan perusahaan secara keseluruhan (mengabaikan pengaruh yang spesifik bisnis). Studi tersebut menemukan bahwa

nilai perusahaan-perusahaan yang melakukan manajemen risiko rata-rata 3,6 persen lebih tinggi dari nilai perusahaan-perusahaan yang tidak menerapkan manajemen risiko. Hasil ini signifikan baik secara ekonomi maupun istilah statistik. Singkatnya, manajemen risiko secara signifikan mempengaruhi nilai perusahaan yang baik dalam kondisi pasar yang tidak sempurna.

Ketiga, instrumen manajemen risiko bersifat spesifik sebagai alat untuk menambahkan nilai perusahaan. Banyak penelitian memilih penggunaan instrumen derivatif keuangan sebagai sebuah indikator untuk mengevaluasi langkah-langkah pengelolaan risiko. Panaretou (2014) menggunakan sampel yang besar untuk perusahaan non finansial Inggris mengevaluasi efek risikonya terhadap praktek manajemen. Hasilnya menunjukkan bahwa 86,88 persen perusahaan sekarang secara total menggunakan derivatif untuk mengelola berbagai risiko dan lindung nilai valuta asing secara statistik dan secara ekonomi dengan signifikan. Allayannis, Ihrig, dan Weston (2001) mempelajari hampir 1000 perusahaan non finansial di Amerika Serikat antara tahun 1990 dan 1995 untuk memeriksa bagaimana sebuah derivatif keuangan, yaitu, devisa masa depan, mempengaruhi nilai perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa nilai perusahaan tumbuh rata-rata 4,87 persen karena fungsi lindung nilai tukar asing. Belghitar, Clark, dan Hakim (2008) melakukan sebuah penelitian empiris tentang pengaruh nilai tukar asing dan tingkat bunga atas nilai perusahaan dan kemampuan membayar hutang. Setelah mengendalikan lindung nilai instrumen lainnya, ditemukan bahwa devisa dan tingkat suku bunga dapat meningkatkan nilai perusahaan masing - masing sebesar 72 persen dan 54 persen. Godfrey, Merrill, dan Hansen (2009) yang menilai hubungan antara tanggung jawab sosial perusahaan dan nilai perusahaan, menemukan bahwa partisipasi dalam kegiatan tanggung jawab sosial bisa meningkatkan kepentingan pemegang saham dan nilai perusahaan. Selanjutnya, Hoyt dan Liebenberg (2011) mengenalkan sebuah risiko baru instrumen manajemen,

yaitu risiko utama petugas (CRO) perusahaan, untuk mengukur perilaku manajemen risikonya. Meski cendekiawan terus menerus mengeksplorasi instrumen manajemen risiko baru, tidak ada instrumen standar seragam yang jelas untuk mengukur manajemen risiko, terutama manajemen risiko inisiatif.

Singkatnya, walaupun penelitian yang cukup dilakukan mengenai hubungan antara manajemen risiko dan nilai perusahaan, langkah-langkah untuk mengevaluasi manajemen risiko, terutama manajemen risiko inisiatif, dirasa masih kurang. Sebagian besar peneliti mempelajari hubungan antara manajemen risiko dan nilai perusahaan, tetapi gagal untuk mengkategorikan ukuran manajemen risiko atau hanya menggunakan satu indikator untuk mengukur manajemen risiko, sehingga kesimpulannya tidak selalu sama. Dibandingkan dengan penelitian yang ada, analisis pada penelitian ini mengambil perspektif pengelolaan risiko prakarsa, yaitu dengan membangun instrumen pengelolaan risiko inisiatif multidimensional dan secara sistematis menyelidiki apakah perusahaan yang terdaftar di dalam negeri dapat menerapkan manajemen risiko untuk meningkatkan nilai perusahaan.

## **2.2 Konsep-konsep Dasar**

Dari perspektif penyebab suatu kejadian, manajemen risiko terbagi menjadi manajemen risiko inisiatif dan manajemen risiko pasif. Konsep-konsep lain adalah yang terkait dengan nilai perusahaan dan model regresi linier berganda (multiple linear regression).

### **2.2.1 Manajemen Risiko**

Manajemen risiko merupakan suatu pendekatan terstruktur atau metodologi dalam mengelola ketidakpastian yang berkaitan dengan ancaman yang di dalamnya terdapat rangkaian aktivitas manusia, antara lain penilaian risiko, pengembangan stra-

tegi untuk mengelola risiko dan mitigasi risiko dengan menggunakan pemberdayaan atau pengelolaan sumberdaya. Berikut ini diberikan definisi manajemen risiko menurut pandangan beberapa ahli.

Stoneburner (2001), Djohanputro (2008), dan William (1995,p.27) memiliki pandangan terkait pengertian manajemen risiko, yaitu proses dari mengidentifikasi, mengontrol dan meringankan sistem informasi terkait risiko dan hubungan sebab-akibat dari ketidakpastian pada sebuah organisasi, yang melingkupi pengkajian risiko, analisa manfaat biaya, dan pemilihan, implementasi, pengetesan dan evaluasi keamanan dari usaha perlindungan. Sementara itu, Clough dan Sears (1994), Smith (1990), Dorfman (1998;9) mendefinisikan manajemen risiko sebagai sebagai proses identifikasi, pengukuran, dan kontrol keuangan dari sebuah resiko yang mengancam aset dan penghasilan dari sebuah perusahaan atau proyek yang dapat menimbulkan kerusakan atau kerugian pada perusahaan tersebut. Manajemen risiko merupakan suatu proses logis dalam usahanya untuk memahami eksposur terhadap suatu kerugian yang diwujudkan melalui serangkaian pendekatan yang komprehensif untuk menangani semua kejadian yang menimbulkan kerugian tersebut.

### **2.2.2 Manajemen Risiko Inisiatif**

Manajemen risiko inisiatif mengacu pada ukuran-ukuran manajemen risiko yang dipromosikan oleh perusahaan sendiri sesuai dengan posisi keuangan, situasi operasi dan kondisi risikonya saat ini. Misalnya, perusahaan dapat membentuk departemen manajemen risiko untuk menangani risiko secara profesional atau menggunakan instrumen derivatif keuangan secara fleksibel untuk melakukan lindung nilai (*hedge*) terhadap risiko pasar modal.

Manajemen risiko inisiatif merupakan pengembangan dari pemahaman terhadap Enterprise Risk Management (ERM). Menurut Gordon dan Loeb (2009), Pening-

katan jumlah ilmuwan memandang ERM sebagai paradigma mendasar untuk mengelola portofolio risiko yang dihadapi organisasi (lih. Lam, 2003; Liebenberg dan Hoyt, 2003; Nocco dan Stulz, 2006; Beasley, 2008; Hoyt dan Liebenberg, 2009). Berkembangnya tren ini merupakan bentuk kepercayaan bahwa ERM menawarkan kepada perusahaan, pendekatan yang lebih komprehensif terhadap manajemen risiko daripada perspektif pengelolaan risiko berbasis silo tradisional. Dengan mengadopsi pendekatan dan proses yang sistematis dan konsisten untuk mengelola semua risiko yang dihadapi sebuah organisasi, ERM diperkirakan akan menurunkan keseluruhan risiko kegagalan perusahaan dan dengan demikian meningkatkan kinerja dan, pada gilirannya, nilai organisasi.

Menurut COSO (2004), sistem ERM suatu organisasi harus diarahkan untuk mencapai empat tujuan berikut: (1) Strategi: sasaran tingkat tinggi, selaras dengan dan mendukung misi organisasi. (2) Operasi: Penggunaan sumber daya organisasi secara efisien dan efektif. (3) pelaporan: keandalan sistem pelaporan organisasi. (4) kepatuhan: kepatuhan organisasi terhadap hukum dan peraturan yang berlaku. Selanjutnya, Empat tujuan sebelumnya dari ERM yang ditentukan oleh COSO (2004) diperluas, namun secara jelas menggabungkan, kerangka kerja mengerucut COSO (1992) untuk pengendalian internal (IC).

Sebenarnya, tidak ada kerangka teoritis atau model umum yang dapat memprediksi faktor kunci yang mempengaruhi hubungan antara ERM perusahaan dan kinerjanya. Namun, berdasarkan literatur yang ada, tampaknya ada satu set perangkat dari lima faktor yang penting untuk memahami hubungan antara ERM dan kinerja (nilai) perusahaan. Kelima faktor tersebut antara lain adalah ketidakpastian lingkungan, persaingan industri, ukuran perusahaan, kompleksitas perusahaan, dan pemantauan dewan direksi.

### **2.2.3 Manajemen Risiko Pasif**

Manajemen risiko pasif terutama mengacu pada ukuran manajemen yang secara signifikan dipengaruhi oleh faktor eksternal. Perilaku ini didasarkan pada pengawasan departemen terkait, peraturan perundang-undangan atau pembatasan dari prinsip moral. Oleh karena itu, perusahaan melakukan kegiatan pengelolaan risiko secara pasif. Misalnya, perusahaan harus menyisihkan dana cadangan risiko dan memenuhi persyaratan kecukupan modal bank.

Menerima peraturan secara pasif dari departemen terkait adalah fondasi untuk memastikan operasi normal perusahaan. Sementara itu, mengubah pasif menjadi inisiatif, mengambil tindakan manajemen risiko secara aktif dan Bekerja agresif melawan risiko adalah satu-satunya cara untuk mengurangi kemungkinan perusahaan menghadapi kerugian secara efektif.

Pedoman manajemen risiko yang diterbitkan oleh Australia dan Selandia Baru bersama-sama pada tahun 2004 adalah peraturan pengelolaan risiko pertama di dunia. Pedoman ini mengemukakan tujuh elemen manajemen risiko: komunikasi dan konsultasi, membangun lingkungan manajemen risiko, identifikasi risiko, analisis risiko, penilaian risiko, penanganan risiko, dan pemantauan dan tinjauan.

Berdasarkan tujuh elemen dalam pedoman ini, penelitian ini menetapkan empat indikator, yaitu pembentukan departemen manajemen risiko khusus, penggunaan instrumen derivatif keuangan, penggunaan audit terkenal internasional institusi dan permeabilitas inisiatif manajemen risiko, untuk mengevaluasi kegiatan pengelolaan risiko inisiatif.

### **2.2.4 Nilai Perusahaan**

Uraian ekonomi dari nilai perusahaan adalah nilai diskonto arus kas masa depan yang diharapkan dari suatu perusahaan. Nilai perusahaan terkait erat dengan

manajemen risiko, tidak hanya mencerminkan bahwa aset perusahaan memiliki nilai waktu, namun juga menggambarkan bahwa aset perusahaan akan berubah seiring dengan jenis risiko. Metode yang paling umum adalah menggunakan nilai Q Tobin (Tobin's Q Value) untuk mengukur nilai perusahaan. McConnell dan Servaes (1990) merumuskan nilai Q Tobin sebagai berikut.

$$Q = \frac{\text{Nilai Pasar Ekuitas} + \text{Total Liabilitas}}{\text{Total Aset}} \quad (2.1)$$

Sebagai contoh, Smithson dan Simkins (2005) menggunakan nilai Q Tobin untuk mengukur nilai perusahaan saat mempelajari keefektifan manajemen risiko keuangan. Sarjana lainnya mengadopsi nilai pasar total untuk mewakili nilai perusahaan. Misalnya, Callahan (2002) menggunakan fluktuasi harga saham perusahaan dalam mempelajari manajemen risiko di perusahaan mineral. Dalam penelitian ini, nilai Q Tobin digunakan untuk mengukur nilai perusahaan.

### 2.2.5 Regresi Linier Berganda

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda (*multiple linear regression*). Metode ini merupakan alat statistika yang biasa digunakan dalam menguji linearitas data. Metode analisis ini telah banyak digunakan pada berbagai bidang, baik dalam bidang matematika atau statistika, maupun bidang-bidang multidisipliner seperti ekonomi dan bisnis, kesehatan, sosial-budaya, dan lain sebagainya. Di dalam penelitian ini, metode analisis regresi berganda digunakan untuk menjelaskan hubungan antara ukuran-ukuran manajemen risiko inisiatif sebagai bagian dari manajemen risiko perusahaan dengan nilai perusahaan. Selanjutnya, akan diberikan penjelasan secara matematis untuk metode analisis ini.

Secara umum, regresi linier berganda adalah bentuk analisis regresi linier yang paling umum. Sebagai analisis prediktif, regresi linier berganda digunakan un-

tuk menjelaskan hubungan antara satu variabel dependen kontinu dan dua atau lebih variabel independen. Variabel bebas dapat bersifat kontinu atau kategoris. Bentuk deskriptif umum dari persamaan linier berganda diperlihatkan dalam rumus sebagai berikut.

Diketahui  $k$  adalah jumlah variabel independen, dengan  $k$  merupakan bilangan bulat positif. Menurut Baik (1997), persamaan regresi linier berganda dirumuskan sebagai

$$Y^0 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots + \beta_k X_k + \epsilon \quad (2.2)$$

untuk  $\epsilon \sim N(0, \sigma^2)$ .

Keterangan:

$\beta_0$  = titik potong, yaitu nilai dari  $Y$  ketika semua nilai  $X$  sama dengan nol.

$\beta_j$  = jumlah dimana  $Y$  berubah ketika  $X_j$  tertentu meningkat satu unit dan semua nilai lainnya tetap sama. Subskrip  $j$  dapat diasumsikan sebagai nilai antara 1 dan  $k$ , yang menyatakan jumlah variabel independen.

### 2.3 Asumsi Penelitian

Atas dasar teori maksimisasi nilai dan penelitian yang ada, artikel ini mengintegrasikan langkah-langkah manajemen risiko konkret yang diambil oleh perusahaan keuangan Indonesia dengan tujuan untuk mengidentifikasi bagaimana nilai perusahaan dipengaruhi oleh empat solusi manajemen risiko inisiatif. Asumsi spesifiknya dijelaskan sebagai berikut.

Asumsi 1:

Usaha yang membentuk departemen atau posisi manajemen risiko khusus memiliki nilai perusahaan yang lebih besar daripada yang tidak. Dengan demikian, ada korelasi positif antara pembentukan departemen atau posisi yang mengkhususkan pada manajemen risiko dan nilai perusahaan.

Asumsi ini mengacu pada studi Hoyt dan Liebenberg (2011), yang mengadopsi CRO sebagai indikator untuk mengukur perilaku manajemen risiko inisiatif dan mengasumsikan bahwa perusahaan yang menetapkan CRO memiliki tingkat pengelolaan risiko yang lebih tinggi daripada yang tidak menetapkan CRO. Ukuran ini relatif masuk akal karena perusahaan yang mengatur CRO biasanya sangat mementingkan manajemen risiko. Dokumen Hoyt dan Liebenberg (2011) terkait CRO dapat mengintegrasikan risiko bersama-sama dan menggunakan pendekatan yang konsisten untuk mengelola risiko. Dengan demikian, artikel ini selanjutnya mempertimbangkan dua aspek, yaitu pembentukan departemen manajemen risiko dan pembentukan kepemimpinan manajemen risiko seperti CRO, sebagai indikator agregatif untuk mengukur pengembangan departemen manajemen risiko.

Asumsi 2:

Usaha yang menggunakan derivatif keuangan memiliki nilai perusahaan lebih tinggi daripada yang tidak. Ada korelasi positif antara penggunaan derivatif keuangan dan nilai perusahaan.

Pada tahap awal, perusahaan membeli asuransi untuk mengalihkan risiko aset. Setelah tahun 1970-an, karena lingkungan operasi menjadi semakin kompleks dan sengit, perusahaan mulai menghadapi lebih banyak risiko yang tidak dapat diasuransikan. Dengan demikian, produk asuransi tunggal telah gagal memenuhi kebutuhan perusahaan untuk melakukan manajemen risiko. Peningkatan jumlah perusahaan beralih ke penggunaan instrumen derivatif keuangan sebagai metode pengendalian manajemen risiko (Allayannis, Ihrig, dan Weston, 2001). Tujuan dari manajemen risiko inisiatif ini adalah untuk menutupi defisit dengan membuat keuntungan di pasar derivatif. Karena itu, perusahaan bisa menghindari atau mengurangi kerugian dan mengalihkan atau menyebarkan risiko akibat fluktuasi harga.

Asumsi 3:

Usaha yang mempekerjakan salah satu dari empat besar firma akuntansi internasional sebagai lembaga audit memiliki nilai perusahaan lebih tinggi daripada yang tidak. Ada korelasi positif antara penggunaan empat firma akuntan publik besar dan nilai perusahaan.

Empat besar firma akuntansi internasional dikaitkan dengan nilai perusahaan karena beberapa alasan. Pertama, institusi profesional ini bisa memberikan layanan auditing kualitas tinggi. Bagi perusahaan yang terdaftar di bursa, memilih salah satu dari empat institusi profesional ini dapat menambahkan kredibilitas keterbukaan informasi, membantu mengenali risiko keuangan tepat waktu, dan mengurangi biaya agen pokok secara efektif. Dengan demikian, nilai perusahaan tumbuh. Selanjutnya, biaya audit relatif tinggi di empat institusi profesional ini, dan biaya tinggi tersebut dapat mengungkapkan kondisi operasi perusahaan sampai batas tertentu.

Asumsi 4:

Tingkat permeabilitas pengelolaan risiko inisiatif yang tinggi tidak serta merta menambahkan nilai perusahaan, yang menyiratkan bahwa hubungan nonlinier mungkin ada antara permeabilitas pengelolaan risiko inisiatif dan nilai perusahaan.

Berbagai strategi manajemen risiko mempengaruhi nilai perusahaan, dan permeabilitas manajemen risiko juga penting. Penerapan manajemen risiko inisiatif akan mencakup seluruh manajemen perusahaan dan kegiatan operasional. Namun, mengingat manajemen risiko inisiatif itu sudah melekat dengan risiko, permeabilitas tingkat tinggi tidak menjamin nilai perusahaan yang besar. Perusahaan yang berbeda mungkin memiliki lingkup permeabilitas yang berbeda. Oleh karena itu, hubungan nonlinier harus ada antara permeabilitas pengelolaan risiko inisiatif dan nilai perusahaan. Karena total aset perusahaan merupakan indikator penting untuk mengevaluasi kondisi operasi perusahaan, artikel ini memilih bobot posisi derivatif keuangan dalam total aset perusahaan untuk mencerminkan permeabilitas pengelolaan risiko inisiatif.

## 2.4 Penelitian Terdahulu

Topik penelitian tentang hubungan antara manajemen risiko inisiatif dan nilai perusahaan telah menarik banyak perhatian peneliti dari berbagai belahan dunia. Berdasarkan jurnal yang bersumber dari e-jurnal, diperoleh bahwa hasil penelitian terdahulu cenderung mengetahui ada hubungan positif antara ukuran-ukuran dalam manajemen risiko inisiatif dan nilai perusahaan. Namun, karena metode yang berbeda digunakan dan tempat penelitian yang berbeda, beberapa peneliti lain menemukan hasil lain. Berikut adalah bagian ini kami kembangkan temuan yang telah dipublikasikan dari para periset sebelumnya.

Salah satu penelitian yang paling penting berkaitan dengan topik penelitian ini telah dilakukan sebelumnya oleh Lia, Wang, Yua dan An (2016), yang menggunakan regresi linear berganda untuk menentukan hubungan antara ukuran-ukuran manajemen risiko inisiatif dan nilai perusahaan dengan melibatkan sampel sebanyak 189 perusahaan terdaftar di Shanghai Stock Exchange dan Shenzhen Stock Exchange yang diteliti antara 2009 sampai 2013. Penelitian ini menggunakan empat ukuran, antara lain pembentukan departemen atau jabatan yang mengkhhususkan diri pada manajemen risiko, penggunaan instrumen derivatif keuangan, penempatan lembaga audit profesional berskala internasional dan permeabilitas manajemen risiko inisiatif. Hasil penelitian ini menunjukkan ada hubungan positif antara ukuran-ukuran manajemen risiko inisiatif tersebut terhadap nilai perusahaan, kecuali ukuran permeabilitas manajemen risiko yang secara tidak stabil berkontribusi dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Tahir dan Razali (2011) juga melakukan penelitian yang sama dengan menggunakan ukuran yang cukup berbeda. Penelitian ini dilakukan dengan melibatkan sampel sebanyak 528 perusahaan publik di Malaysia. Ukuran manajemen risiko yang digunakan antara lain adalah ukuran perusahaan (*size*), leve-

rage , profitabilitas, diversifikasi internasional, dan kepemilikan mayoritas. Hasil dari penelitian ini juga menunjukkan adanya hubungan positif antara ukuran manajemen risiko dengan nilai perusahaan, walaupun tidak terlalu signifikan. Beberapa diantara ukuran tersebut, seperti ukuran perusahaan dan profitabilitas, justru menunjukkan hubungan negatif atau malah berlawanan dengan nilai perusahaan. Perusahaan yang tidak melakukan diversifikasi secara internasional (*go public*) cenderung memberikan pengaruh positif untuk nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa keuntungan dalam menerapkan manajemen risiko perusahaan masih terbatas. Di sisi lain, penelitian ini memiliki kekurangan, yaitu periode penelitian yang cukup singkat, yaitu hanya selama satu tahun (2007).

Altuntas, Stölzle and Hoyt (2011) meneliti kaitan antara manajemen risiko perusahaan dan nilai perusahaan khusus untuk perusahaan asuransi kewajiban properti di Jerman. ERM didasarkan pada konsep pengelolaan semua risiko yang relevan secara terpadu dan holistik. ERM juga semakin penting sebagai akibat meningkatnya perhatian pada manajemen risiko dalam konteks tata kelola perusahaan. Berdasarkan laporan oleh The Geneva Association mengidentifikasi penguatan "praktik manajemen risiko" sebagai satu dari tiga langkah kunci yang "bertujuan untuk memperkuat stabilitas keuangan". Terlepas dari tingginya minat ERM oleh manajer dan aktuaris asuransi, hanya ada sedikit bukti empiris tentang bagaimana perusahaan asuransi benar-benar menerapkan pendekatan ERM. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji implementasi komponen ERM oleh perusahaan asuransi. Survei dilakukan terhadap perusahaan asuransi kewajiban properti Jerman dengan premi yang ditulis lebih dari 40 juta euro. Sekitar 95 dari 113 perusahaan asuransi berpartisipasi dalam survei ini, dengan tingkat respons 84 persen. Kuesioner mencakup seperangkat dimensi sistem ERM yang komprehensif. Selain pertanyaan rinci tentang aktivitas ERM tertentu, kuesioner menilai kapan kegi-

atan ERM dimulai. Hasil dokumen menunjukkan peningkatan yang signifikan sejauh ERM diimplementasikan oleh perusahaan-perusahaan ini.

Gordon, Loeb, Tseng (2009) meneliti hubungan antara manajemen risiko perusahaan dan nilai perusahaan dalam perspektif kontingensi. Hubungan antara ERM dan kinerja perusahaan bergantung pada kecocokan yang sesuai antara ERM dan lima faktor berikut yang mempengaruhi perusahaan: ketidakpastian lingkungan, persaingan industri, ukuran perusahaan, kompleksitas perusahaan, dan pemantauan dewan direksi. Penelitian ini menggunakan sampel 112 perusahaan AS yang mengungkapkan pelaksanaan aktivitas ERM yang diajukan ke Komisi Sekuritas dan Bursa AS. Implikasi dari temuan ini adalah bahwa perusahaan harus mempertimbangkan implementasi sistem ERM bersamaan dengan variabel kontekstual seputar perusahaan.

Hoyt, Moore, Jr., dan Liebenberg (2008) telah melakukan penelitian terkait lebih dahulu terhadap perusahaan-perusahaan asuransi di Amerika Serikat. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengukur sejauh mana perusahaan tertentu telah menerapkan program ERM dan, kemudian, untuk menilai implikasi nilai dari program ini. Penelitian yang difokuskan terhadap perusahaan asuransi ini bertujuan untuk mengendalikan perbedaan yang mungkin timbul dari perbedaan peraturan dan pasar di industri. Untuk secara simultan memodelkan faktor-faktor penentu ERM dan efek ERM terhadap nilai perusahaan, penelitian ini menggunakan kerangka efek perlakuan maksimum-likelihood. Dalam regresi, penggunaan ERM memiliki hubungan positif dengan ukuran perusahaan dan kepemilikan institusional, dan berhubungan negatif dengan penggunaan dan leverage reasuransi. Premi ERM secara statistik dan ekonomi meningkat secara signifikan sekitar 17 persen dari nilai perusahaan. Hoyt dan Liebenberg (2008) telah melakukan penelitian terkait lebih dahulu terhadap

perusahaan-perusahaan asuransi di Amerika Serikat. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengukur sejauh mana perusahaan tertentu telah menerapkan program ERM dan, kemudian, untuk menilai implikasi nilai dari program ini. Penelitian yang difokuskan terhadap perusahaan asuransi ini bertujuan untuk mengendalikan perbedaan yang mungkin timbul dari perbedaan peraturan dan pasar di industri. Untuk secara simultan memodelkan faktor-faktor penentu ERM dan efek ERM terhadap nilai perusahaan, penelitian ini menggunakan kerangka efek perlakuan maximum-likelihood. Dalam regresi, penggunaan ERM memiliki hubungan positif dengan ukuran perusahaan dan kepemilikan institusional, dan berhubungan negatif dengan penggunaan dan leverage reasuransi. Premi ERM secara statistik dan ekonomi meningkat secara signifikan sekitar 17 persen dari nilai perusahaan.

## **2.5 Hipotesis**

Adapun hipotesis yang diajukan adalah bahwa

1. diduga manajemen risiko inisiatif mempengaruhi nilai perusahaan; dan
2. diduga setiap ukuran dalam manajemen risiko inisiatif yang digunakan dapat meningkatkan nilai perusahaan.