

**DISERTASI**

**PERAN OWNERSHIP STRUCTURE TERHADAP SUSTAINABLE  
COMPETITIVE ADVANTAGE DENGAN INVESTMENT DECISION,  
FINANCING DECISION, DIVIDEND POLICY DAN FIRM VALUE  
SEBAGAI VARIABEL INTERVENING  
(STUDI EMPIRIK PADA PERUSAHAAN SEKTOR MANUFAKTUR DI BEI)**

**SYAMSUL BAKHTIAR ASS  
A013171019**



**PROGRAM DOKTOR ILMU EKONOMI  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS HASANUDDIN  
MAKASSAR  
2022**

## **DISERTASI**

**PERAN *OWNERSHIP STRUCTURE* TERHADAP *SUSTAINABLE COMPETITIVE ADVANTAGE* DENGAN *INVESTMENT DECISION*, *FINANCING DECISION*, *DIVIDEND POLICY* DAN *FIRM VALUE* SEBAGAI VARIABEL *INTERVENING*  
(STUDI EMPIRIK PADA PERUSAHAAN SEKTOR MANUFAKTUR DI BEI)**

Disusun dan diajukan oleh :

**SYAMSUL BAKHTIAR ASS  
A013171019**



**PROGRAM DOKTOR ILMU EKONOMI  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS HASANUDDIN  
MAKASSAR  
2022**

## DISERTASI

**PERAN OWNERSHIP STRUCTURE TERHADAP SUSTAINABLE COMPETITIVE ADVANTAGE DENGAN INVESTMENT DECISION, FINANCING DECISION, DIVIDEND POLICY DAN FIRM VALUE SEBAGAI VARIABEL INTERVENING (Studi Empirik Pada Perusahaan Sektor Manufaktur Di BEI)**

Disusun dan diajukan oleh

**SYAMSUL BAKHTIAR ASS  
A013171019**

Telah dipertahankan di hadapan Panitia Ujian yang dibentuk dalam rangka Penyelesaian Studi Program Doktor Studi Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin pada tanggal **30 Desember 2022** dan dinyatakan telah memenuhi syarat kelulusan

Menyetujui,

Promotor,



**Prof. Dr. Muhammad Asdar, SE., M.Si.**  
NIP. 196110311989101001

Co. Promotor I

Co. Promotor II



**Prof. Dr. Abdul Rahman Kadir, SE., M.Si., CIPM**  
NIP. 19640205 198810 1 001



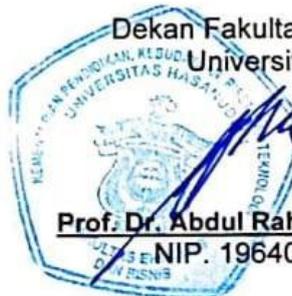
**Dr. Mursalim Nohong, S.E., M.Si**  
NIP. 19710619 200003 1 001

Ketua Program Studi  
Doktor Ilmu Ekonomi,

Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis  
Universitas Hasanuddin,



**Dr. Madris, SE., DPS., M.Si**  
NIP. 19601231 198811 1 002



**Prof. Dr. Abdul Rahman Kadir, SE., M.Si., CIPM**  
NIP. 19640205 198810 1 001

## PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN

Yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Syamsul Bakhtiar Ass  
NIM : A013171019  
Program Studi : Doktor Ilmu Ekonomi

Menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa disertasi yang berjudul :

**“Peran *Ownership Structure* terhadap *Sustainable Competitive Advantage* dengan *Investment Decision*, *Financing Decision*, *Dividend Policy* dan *Firm Value* sebagai Variabel Intervening : Studi Empirik Pada Perusahaan Sektor Manufaktur Di BEI”**

Adalah karya ilmiah saya sendiri dan sepanjang pengetahuan saya di dalam naskah disertasi ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan/ditulis/diterbitkan sebelumnya kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila dikemudian hari ternyata di dalam naskah disertasi ini dapat dibuktikan terdapat unsur jiplakan, saya bersedia menerima sanksi atas perbuatan tersebut dan diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU No. 20 Tahun 2003 Pasal 25 Ayat 2 dan Pasal 70).

Makassar, 30 Desember 2022

Yang membuat pernyataan,



**Syamsul Bakhtiar Ass**

## KATA PENGANTAR

*Assalamualaikum Warahmatullahi Wabarakatuh*

Syukur alhamdulillah penulis panjatkan kehadiran Allah SWT, atas petunjuk dan karunia yang diberikan kepada penulis sehingga dapat menyelesaikan disertasi ini. Penghargaan dan terima kasih yang setulus-tulusnya kepada orang tua tercinta kepada **Ayahanda H. Andi Ibrahim Assagaf** dan **Ibunda saya tercinta Hj. Syarifah Nursiah** yang telah mencurahkan segenap cinta dan doa yang tulus, pengorbanan tiada henti yang takkan mungkin saya balas dengan apapun. Semoga Allah SWT selalu melimpahkan rahmat, kesehatan, karunia, dan keberkahan di dunia dan di akhirat atas baik budi yang telah di berikan kepada penulis.

Penyusunan hasil penelitian ini merupakan perjalanan panjang penulis lalui dalam rangka merampungkan penyelesaian studi melalui sebuah penelitian yang berjudul “**Peran *Ownership Structure* terhadap *Sustainable Competitive Advantage* dengan *Investment Decision, Financing Decision, Dividend Policy* dan *Firm Value* sebagai Variabel Intervening (Studi Empirik Pada Perusahaan Sektor Manufaktur Di BEI)”**. Penulis menyadari banyak hambatan yang dihadapi dalam penyusunannya, namun berkat kehendak Allah SWT sehingga penulis berhasil menyelesaikan penyusunan hasil penelitian ini. Oleh karena itu, dengan penuh kerendahan hati, pada kesempatan ini patutlah kiranya penulis mengucapkan terima kasih banyak kepada: **Promotor Bapak Prof. Dr. Muhammad Asdar, SE., M.Si. dan Kopromotor I Bapak Prof.**

**Dr. Abdul Rahman Kadir, S.E., M.Si., CPIM. serta Kopromotor II Bapak Dr. Mursalim Nohong, S.E., M.Si.** atas bimbingan dan dukungan ide-ide, kesediaan waktu, masukan dan saran mulai dari rencana penelitian hingga hasil penelitian ini terselesaikan. Kepada Tim penguji yang senantiasa memberikan masukan dan arahan kepada penulis, **kepada Bapak Prof. Dr. Cepi Pahlevi, S.E., M.Si., CPIM., Bapak Prof. Dr. Maat Pono, S.E., M.Si., Ibu Dra. Andi Reni, M.Si., Ph.D., Bapak Dr. Muhammad Sobarsyah, S.E., M.Si., Ibu Dr. Andi Kusumawati, SE., Ak., M.Si., CA.** yang senantiasa mengarahkan penulis dalam penyusunan disertasi ini.

Selain itu, pihak-pihak lain juga banyak memberikan dukungan kepada penulis dalam berbagai cara dan bentuk dukungan, sehingga patut untuk memberikan penghargaan dan ucapan terima kasih kepada yang terhormat:

1. Rektor Universitas Hasanuddin Prof. Dr. Ir. Jamaluddin Jompa, M.Sc.
2. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin Bapak Prof. Dr. Abdul Rahman Kadir, SE., M.Si., CIPM, CWM, CRA, CRP dan seluruh jajaran Fakultas Ekonomi dan Bisnis.
3. Ketua Program Studi Doktor (S3) Ilmu Ekonomi bapak Dr. Madris, SE., M.Si.
4. Seluruh Dosen pengajar dan staf Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Hasanuddin atas bimbingan dan bantuan selama proses perkuliahan hingga penulisan disertasi.

5. Rektor Universitas Muslim Maros Ibu Prof. Nurul Ilmi Idrus, M.Sc., Ph.D. beserta jajaran atas dukungannya selama penulis menempuh pendidikan program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Hasanuddin.
6. Ucapan tidak terhingga saya ucapkan kepada saudara-saudaraku tercinta Syarifah Sahariah, Syarifah Triana Sartika, Syarifah Sukmawati, Mustamal Assagaf, Muhammad Yusuf Assagaf, Syarifah Sylviani dan Syarifah Aini. Terima kasih banyak atas perhatian, dukungan dan doa yang tak henti-hentinya.
7. Bapak Dr. Andi Mappatempo, SE., M.Si yang selama ini mendampingi penulis melakukan pengolahan data.
8. Teman-teman seperjuangan program doktor Ilmu Ekonomi Tahun 2017. Semangatnya dalam menempuh pendidikan bersama sangat luar biasa dengan berbagai tantangan yang kita lalui bersama.
9. Semua Pihak yang tidak bisa disebutkan namanya satu persatu yang turut membantu serta menyumbangkan pemikirannya kepada penulis dalam menyelesaikan disertasi.

Penulis menyadari bahwa disertasi ini masih memiliki keterbatasan, oleh karena itu, masukan, kritik, dan saran senantiasa diharapkan dari berbagai pihak.

Akhirnya kepada Allah SWT kami bermunajab dan berdoa semoga segala usaha dan kerja keras penulis dalam proses penyusunan dan penyelesaian disertasi ini senantiasa tercerahkan sehingga dapat menghasilkan karya yang bermanfaat bagi kemaslahatan manusia, bagi

pengembangan ilmu pengetahuan dan bernilai ibadah di sisi Allah SWT.

Walaikum salam Warahmatullahi Wabarakatuh

Makassar, 30 Desember 2022

Penulis

Syamsul Bakhtiar Ass

## ABSTRAK

SYAMSUL BAKHTIAR ASS. *Peran Ownership Structure terhadap Sustainable Competitive Advantage dengan Investment Decision, Funding Decision, Dividend Policy, dan Firm Value sebagai Variabel Intervening: Studi Empirik pada Perusahaan Sektor Manufaktur di BEI (dibimbing oleh Muhammad Asdar, Abd. Rahman Kadir, dan Mursalim Nohong).*

Penelitian ini bertujuan mengetahui dan menganalisis pengaruh ownership structure terhadap *Sustainable Competitive Advantage* dengan *Investment Decision*, *Funding Decision*, *Dividend Policy* dan *Firm Value* sebagai Variabel Intervening (Studi Empirik pada Perusahaan Sektor Manufaktur di BEI). Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Indonesia (IDX) dengan menggunakan metode hubungan kausalitas relasional. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI mulai tahun 2015 sampai dengan 2019, yaitu sebanyak 195 perusahaan, sedangkan jumlah sampel penelitian sebanyak 45 perusahaan dengan menggunakan metode sampling. Pengumpulan data dilakukan melalui data sekunder dari laporan keuangan dan tahunan Bursa Efek Indonesia (IDX). Dalam penelitian ini digunakan analisis SEM dengan bantuan software WarpPLS. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ownership structure tidak berpengaruh secara langsung terhadap investment decision, funding decision dan firm value. Ownership structure secara langsung hanya berpengaruh terhadap dividend policy dan Sustainable Competitive Advantage. Seluruh financial decision secara langsung berpengaruh terhadap sustainable competitive advantage yaitu investment decision dan funding decision berpengaruh positif dan signifikan sedangkan dividend policy terhadap sustainable competitive advantage berpengaruh negative dan signifikan. Adapun hubungan antara *firm value* dengan sustainable competitive advantage yaitu berpengaruh negatif dan tidak signifikan. Selanjutnya, hasil penelitian terkait pengaruh secara tidak langsung ownership structure terhadap sustainable competitive advantage melalui investment decision, funding decision, dividend policy, dan firm value sebagai variabel intervening berpengaruh dan tidak signifikan.

Kata kunci: struktur kepemilikan, keputusan investasi, keputusan pendanaan, nilai perusahaan dan keunggulan kompetitif



## ABSTRACT

SYAMSUL BAKHTIAR ASS. *The Role of Ownership Structure on Sustainable Competitive Advantage with Investment Decision, Funding Decisions, Dividend Policy and Company Value as Intervening Variables: An Empirical Study of Manufacturing Sector Companies on the IDX* (supervised by Muhammad Asdar, Abd. Rahman Kadir and Mursalim Nohong)

This study aims to determine and analyze the effect of ownership structure on sustainable competitive advantage with investment decision, funding decision, dividend policy, and firm value as intervening variables as an empirical study on manufacturing sector companies on the IDX. This research was conducted at the Indonesia Stock Exchange (IDX) using the relational causality relationship method. The population was all manufacturing companies listed on the IDX from 2015 to 2019, consisting of 195 companies and the research samples consisted of 45 companies using purposive sampling method. The data consisted of secondary data obtained from financial and annual statements of the Indonesia Stock Exchange (IDX). The data were analyzed using SEM analysis with the help of WarpPLS software. The results show that the ownership structure does not directly affect investment decisions, funding decisions, or firm values. Ownership structure directly affects dividend policy and sustainable competitive advantage. All financial decisions have a direct impact on long-term competitive advantage, particularly investment and funding decisions, which have a positive and significant impact, while dividend policy has a negative and significant impact. The relationship between firm value and sustainable competitive advantage is negative and insignificant. Furthermore, the results of the study indirectly indicate that ownership structure through investment decision has a positive and insignificant effect on sustainable competitive advantage. Ownership structure through funding decision, dividend policies, and firm values has a negative and insignificant effect on sustainable competitive advantage.

Keywords: ownership structure, investment decision, funding decision, firm value, sustainable competitive advantage



## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL .....	i
LEMBAR PENGESAHAN .....	ii
PERNYATAAN KEASLIAN .....	iii
KATA PENGANTAR .....	iv
ABSTRAK BAHASA INDONESIA .....	vii
ABSTRAK BAHASA INGGRIS.....	viii
DAFTAR ISI.....	xi
DAFTAR TABEL .....	viii
DAFTAR GAMBAR .....	x
<b>BAB I PENDAHULUAN.....</b>	<b>1</b>
A. Latar Belakang.....	1
B. Rumusan Masalah .....	25
C. Tujuan Penelitian .....	27
D. Manfaat Penelitian .....	28
1. Manfaat Teoritis.....	28
2. Manfaat Praktis.....	29
<b>BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....</b>	<b>24</b>
A. Tinjauan Teoritis dan Konsep .....	24
1. <i>Agency Theory</i> .....	24
2. Struktur Kepemilikan ( <i>Ownership Structure</i> ).....	31
a. Kepemilikan Institusional ( <i>Institutional Ownership</i> ) ....	31
b. Kepemilikan Manajerial ( <i>Managerial Ownership</i> ) .....	32
3. Keputusan Investasi ( <i>Investment Decisions</i> ) .....	33
4. Keputusan Pendanaan ( <i>Financing Decisions</i> ).....	37
5. Kebijakan Deviden ( <i>Dividend Policy</i> ) .....	41
a. Pengertian Kebijakan Deviden.....	41
b. Pandangan terhadap Deviden.....	42
6. Nilai Perusahaan ( <i>Firm Value</i> ).....	46
7. <i>Sustainable Competitive Advantage (SCA)</i> .....	50
a. <i>Value Added of Capital Employed (VACA)</i> .....	59
b. <i>Value Added Human Capital (VAHU)</i> .....	59
c. <i>Structural Capital Value Added (STVA)</i> .....	60
d. <i>Value Added Intellectual Coefficient (VAIC)</i> .....	60
B. Tinjauan Empiris .....	61
<b>BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS .....</b>	<b>84</b>
A. Kerangka Konseptual.....	84
B. Hipotesis .....	87
1. Hubungan <i>Ownership structure</i> dan <i>Investment Decision</i> .....	87
2. Hubungan <i>Ownership Structure</i> dan <i>Financing Decision</i> .....	91
3. Hubungan <i>Ownership Structure</i> dan <i>Dividend Policy</i> .....	94
4. Hubungan <i>Ownership Structure</i> dan <i>Firm Value</i> .....	98

5.	Hubungan <i>Ownership Structure</i> dan <i>Sustainable Competitive Advantage</i> (SCA) .....	102
6.	Hubungan <i>Investment Decision</i> terhadap <i>Sustainable Competitive Advantage</i> (SCA) .....	105
7.	Hubungan <i>Financing Decision</i> terhadap <i>Sustainable Competitive Advantage</i> (SCA) .....	109
8.	Hubungan <i>Dividend Policy</i> terhadap <i>Sustainable Competitive Advantage</i> (SCA) .....	112
9.	Hubungan <i>Firm Value</i> terhadap <i>Sustainable Competitive Advantage</i> (SCA) .....	115
10.	Hubungan <i>Ownership Structure, Investment Decisions</i> dan <i>Sustainable Competitive Advantage</i> (SCA).....	118
11.	Hubungan <i>Ownership Structure, Financing Decisions</i> dan <i>Sustainable Competitive Advantage</i> (SCA).....	121
12.	Hubungan <i>Ownership Structure, Dividend Policy</i> dan <i>Sustainable Competitive Advantage</i> (SCA).....	127
13.	Hubungan <i>Ownership Structure, Firm Value</i> dan <i>Sustainable Competitive Advantage</i> (SCA) .....	129
	<b>BAB IV METODE PENELITIAN .....</b>	<b>134</b>
A.	Rancangan Penelitian.....	134
B.	Lokasi dan Waktu Penelitian.....	134
C.	Populasi dan Sampel .....	135
1.	Populasi.....	135
2.	Sampel .....	135
D.	Jenis dan Sumber Data.....	139
1.	Jenis Data.....	139
2.	Sumber Data .....	139
E.	Metode Pengumpulan Data .....	139
F.	Variabel Penelitian dan Definisi <i>Operasional</i> .....	140
1.	Variabel Penelitian.....	140
a.	Variabel <i>Endogen</i> .....	140
b.	Variabel <i>Eksogen</i> .....	141
c.	Variabel <i>Manifest</i> (Variabel <i>Observed/Indikator</i> ) .....	141
2.	Definisi <i>Operasional</i> .....	141
a.	Struktur Kepemilikan ( <i>Ownership Structure</i> ) .....	141
b.	Keputusan Investasi ( <i>Investment Decisions</i> ).....	143
c.	Keputusan Pendanaan ( <i>Financing Decision</i> ) .....	144
d.	Kebijakan <i>Deviden</i> ( <i>Dividend Policy</i> ).....	145
e.	Nilai Perusahaan ( <i>Firm Value</i> ) .....	146
f.	<i>Sustainable Competitive Advantage</i> (SCA) .....	147
G.	Teknik Analisis Data .....	149
1.	Analisis Statistik Deskriptif .....	149
2.	Analisis Statistik Inferensial .....	149
3.	Uji <i>Reliabilities Construct</i> .....	151
4.	Uji Validasi Instrumen .....	151
5.	Teknik Analisis Data .....	152

a.	Langkah Pertama : Merancang Model Struktural ( <i>Inner Model</i> ) .....	153
b.	Langkah Kedua : Merancang Model Pengukuran ( <i>outer model</i> ) .....	154
c.	Langkah Ketiga : Mengkonstruksi Diagram Jalur .....	154
d.	Langkah Keempat : Konversi Diagram Jalur ke dalam Sistem Persamaan .....	155
e.	Langkah Kelima : Estimasi .....	155
f.	Langkah Keenam : <i>Goodness of Fit</i> .....	156
g.	Langkah Ketujuh : Pengujian Hipotesis .....	157
<b>BAB V</b>	<b>HASIL PENELITIAN .....</b>	<b>159</b>
A.	Deskripsi Variabel Penelitian .....	159
1.	Struktur Kepemilikan ( <i>Ownership Structure</i> ).....	159
a.	Kepemilikan Institusional ( <i>Institutional Ownership</i> )..	159
b.	Kepemilikan Manajerial ( <i>Managerial Ownership</i> ) .....	162
2.	Keputusan Investasi ( <i>Investment Decision</i> ).....	166
a.	<i>Market to Book Value of Asset</i> (MVA/BVA) .....	166
b.	<i>Market to Book Value of Equity Ratio</i> (MVE/BVE)....	169
c.	<i>Book Value of Gross Property, Plant, and Equipment to the Book Value of thr Assets Ratio</i> (PPE/BVA) .....	172
3.	Keputusan Pendanaan ( <i>Financing Decisions</i> ).....	175
a.	<i>Debt to Equity Ratio</i> (DER).....	176
b.	<i>Debt to Asset Ratio</i> (DAR).....	178
4.	Kebijakan Deviden ( <i>Dividend Policy</i> ) .....	181
a.	<i>Devidend Payout Ratio</i> (DPR) .....	182
b.	<i>Deviden Yield Ratio</i> (DYR) .....	184
5.	Nilai Perusahaan ( <i>Firm Value</i> ).....	188
a.	<i>Price to Book Value</i> (PBV) .....	188
b.	<i>Price Earning Ratio</i> (PER).....	191
6.	<i>Sustainable Competitive Advantage</i> (SCA) .....	194
a.	<i>Value Added of Capital Employed</i> (VACA).....	194
b.	<i>Value Added Human Capital</i> (VAHU) .....	197
c.	<i>Structural Capital Value Added</i> (STVA).....	200
B.	Analisis Model .....	203
1.	Uji Asumsi Linieritas .....	204
2.	Pengujian Outer Model ( <i>Measurement Model</i> ) .....	205
a.	Uji <i>Convergent Validity</i> .....	206
b.	Uji <i>Discriminant Validity</i> .....	208
c.	Uji Reliabilitas.....	211
3.	Pengujian <i>Structural Model</i> .....	212
a.	Uji <i>Goodness Of Fit</i> .....	213
b.	Uji Hipotesis .....	215
<b>BAB VI</b>	<b>PEMBAHASAN .....</b>	<b>226</b>
1.	Pengaruh <i>Ownership Structure</i> terhadap <i>Investment Decision</i> .....	226
2.	Pengaruh <i>Ownership structure</i> terhadap <i>Financing</i>	

	<i>Decision</i> .....	232
3.	Pengaruh <i>Ownership Structure</i> terhadap <i>Dividend Policy</i> .....	235
4.	Pengaruh <i>Ownership Structure</i> terhadap <i>Firm Value</i> ...	239
5.	Pengaruh <i>Ownership Structure</i> terhadap <i>Sustainable Competitive Advantage (SCA)</i> .....	243
6.	Pengaruh <i>Investment Decision</i> terhadap <i>Sustainable Competitive Advantage (SCA)</i> .....	246
7.	Pengaruh <i>Financing decision</i> terhadap <i>Sustainable Competitive Advantage (SCA)</i> .....	249
8.	Pengaruh <i>Dividend policy</i> terhadap <i>Sustainable Competitive Advantage (SCA)</i> .....	253
9.	Pengaruh <i>Firm Value</i> terhadap <i>Sustainable Competitive Advantage (SCA)</i> .....	256
10.	Pengaruh <i>Ownership structure</i> terhadap <i>Sustainable Competitive Advantage (SCA)</i> melalui <i>Investment Decision</i> .....	258
11.	Pengaruh <i>Ownership structure</i> terhadap <i>Sustainable Competitive Advantage (SCA)</i> melalui <i>Financing Decision</i> .....	262
12.	Pengaruh <i>Ownership Structure</i> terhadap <i>Sustainable Competitive Advantage (SCA)</i> melalui <i>Dividend Policy</i>	266
13.	Pengaruh <i>Ownership structure</i> terhadap <i>Sustainable Competitive Advantage (SCA)</i> melalui <i>Firm Value</i> .....	269
<b>BAB VII</b>	<b>PENUTUP</b> .....	<b>272</b>
	A. Kesimpulan .....	272
	B. Implikasi .....	274
	C. Keterbatasan.....	276
	D. Saran .....	277
<b>DAFTAR PUSTAKA</b>	.....	<b>279</b>
<b>LAMPIRAN</b>	.....	<b>287</b>

## DAFTAR TABEL

Tabel 1. 1	Daftar Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015 -2019.....	3
Tabel 2. 1	Matriks Penelitian Sebelumnya.....	78
Tabel 4. 1	Jumlah Sampel Penelitian Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2015-2019.....	137
Tabel 4. 2	Ringkasan Rule of Thumbs Evaluasi Model Structural Warp PLS .....	157
Tabel 5. 1	Nilai Institusional Ownership pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2019.....	159
Tabel 5. 2	Nilai Managerial Ownership pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2019.....	163
Tabel 5. 3	Nilai Market to Book Value of Asset (MVA/BVA) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2019.....	166
Tabel 5. 4	Nilai Market to Book Value of Equity Ratio (MVE/BVE) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2019.....	170
Tabel 5. 5	Nilai Book Value of Gross Property, Plant, and Equipment to the Book Value of thr Assets Ratio (PPE/BVA) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2019.....	173
Tabel 5. 6	Nilai Debt to Equity Ratio (DER) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2019.....	176
Tabel 5. 7	Nilai Debt to Asset Ratio (DAR) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2019.....	179
Tabel 5. 8	Nilai Devidend Payout Ratio (DPR) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2019.....	182
Tabel 5. 9	Nilai Deviden Yield Ratio (DYR) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2019.....	185
Tabel 5. 10	Nilai Price to Book Value (PBV) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2019.....	188
Tabel 5. 11	Nilai Price Earning Ratio (PER) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2019.....	191
Tabel 5. 12	Nilai Value Added of Capital Employed (VACA) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2019.....	194
Tabel 5. 13	Nilai Value Added Human Capital (VAHU) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2019.....	198
Tabel 5. 14	Nilai Structural Capital Value Added (STVA) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2019.....	201
Tabel 5. 15	Hasil Uji Linieritas .....	205
Tabel 5. 16	Hasil Uji Convergent validity .....	206

Tabel 5. 17 Cross Loadings Untuk Uji Discriminant Validity .....	208
Tabel 5. 18 Average Variance Extracted (AVE) dan Korelasi antar Variabel Laten.....	210
Tabel 5. 19 Composite Reliability .....	211
Tabel 5. 20 Hasil R-Square.....	213
Tabel 5. 21 Evaluasi Pengujian Model.....	214
Tabel 5. 22 Hasil Pengujian Hipotesis .....	215
Tabel 5. 23 Total Pengaruh antar Variabel .....	216

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. 1	Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Tahun 2016 - 2019 .....	18
Gambar 1. 2	Struktur Ekonomi Indonesia Tahun 2019.....	19
Gambar 1. 3	Laju Pertumbuhan dan Kontribusi PDB Lapangan Usaha Tahun 2019 (%).....	21
Gambar 1. 4	Kontribusi Lima Subsektor Terbesar dalam Industri Manufaktur terhadap Total PDB Tahun 2018 dan 2019 (%).....	22
Gambar 3. 1	Kerangka Konseptual .....	85
Gambar 4. 1	Langkah-Langkah Analisis PLS.....	153
Gambar 4. 2	Model Struktural Penelitian.....	154
Gambar 4. 3	Diagram Jalur .....	155
Gambar 5. 1	Hasil Inner Model (Original Sample Estimate) .....	212

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **A. Latar Belakang**

Kemajuan ekonomi global dan teknologi yang cepat menimbulkan persaingan usaha yang sangat ketat di berbagai sektor. Perkembangan perusahaan yang semakin pesat menimbulkan persaingan yang semakin tinggi, sehingga perusahaan membutuhkan strategi untuk mempertahankan keberadaannya dalam jangka waktu yang panjang. Pengelolaan manajemen strategis merupakan proses penting bagi entitas bisnis. Sebuah perusahaan yang dikategorikan sukses apabila bisa memenangkan persaingan.

Dasar dari pengembangan strategi bersaing mencakup pemikiran bagaimana perusahaan akan bersaing dan memberikan pertahanan yang baik untuk menghadapi persaingan global, sedangkan perusahaan yang tidak merespon kondisi persaingan secara efektif maka tidak akan berhasil dan mengalami kemunduran (Porter, 1996). Perusahaan yang unggul diyakini memiliki sesuatu yang istimewa dan sukar untuk ditiru sehingga memungkinkan mereka untuk mengungguli para pesaing mereka.

Strategi generik merupakan salah satu strategi yang sering digunakan oleh perusahaan untuk bersaing dalam industri sejenis maupun berbeda jenis. Strategi bersaing generik bertujuan untuk menciptakan posisi yang menguntungkan dan kekuatan pada persaingan industri.

Porter (1980) mengemukakan bahwa terdapat tiga jenis strategi generik yang kompetitif yaitu strategi kepemimpinan biaya, diferensiasi produk dan strategi focus. Strategi harus didisain untuk mewujudkan keunggulan bersaing yang terus menerus (*sustainable competitive*), sehingga perusahaan dapat mendominasi pasar lama maupun pasar baru. Berdasarkan penelitian Day & Wensley (1988), menyatakan bahwa ada pengaruh yang positif antara kinerja perusahaan dengan *Sustainable Competitive Advantage* (SCA).

Pendapat tentang *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) lainnya dikemukakan oleh Barney (1991) yang menyatakan pandangan *Resource Based Value* (RBV) bahwa keunggulan kompetitif terletak pada sumber daya perusahaan. Terdapat 4 (empat) atribut sumber daya yang harus dimiliki perusahaan untuk menjadi sumber keunggulan kompetitif yang berkelanjutan. Menurutnya sumber daya harus bernilai (*valuable*), langka (*rare*), tidak dapat ditiru (*imperfect imitable*) dan tidak dapat disubstitusikan (*non-substitutable*) yang dikenal dengan VRIN. Menurut Barney (1991) VRIN merupakan alat yang digunakan untuk menganalisis sumber daya dan kemampuan internal perusahaan untuk mencari tahu apakah mereka dapat menjadi sumber keunggulan kompetitif yang berkelanjutan.

Perusahaan yang tidak memiliki keunggulan bersaing maka akan timbul tenggelam di dalam pasar. Hal tersebut disebabkan karena persaingan yang sangat ketat diantara perusahaan dalam memperebutkan

konsumen. Seperti halnya perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI harus memenuhi kualifikasi agar mampu bertahan dan bersaing baik dengan perusahaan sejenis maupun perusahaan yang bergerak di bidang lain. Apabila perusahaan tidak mampu bersaing dan bertahan di dalam pasar maka akan menyebabkan perusahaan mengalami kemunduran. Sama halnya dengan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) akan keluar apabila tidak mampu mempertahankan kinerja perusahaan dan akan digantikan oleh perusahaan-perusahaan yang memiliki kemampuan baik dari segi kinerja. Tabel 1.1 memperlihatkan jumlah perusahaan yang terdaftar di BEI mulai tahun 2015 -2019 yaitu sebagai berikut :

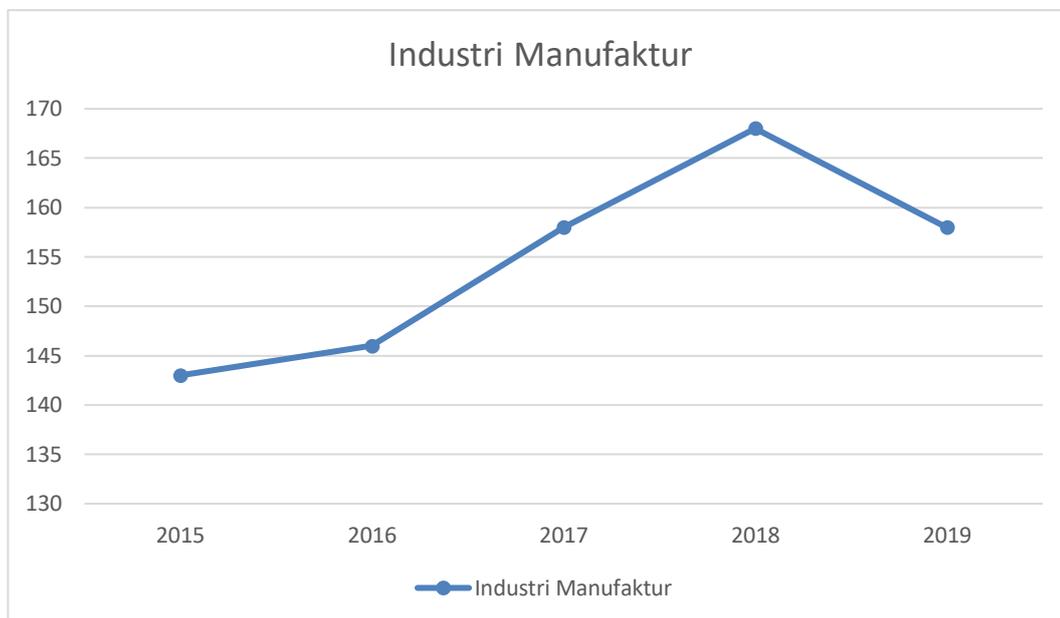
Tabel 1. 1 Daftar Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015 -2019

Tahun	Sektor	Jumlah Persektor	Jumlah Total	Persentase (%)
2015	Sektor Industri Dasar dan Kimia	61	143	-
	Sektor Industri Barang Komsumsi	42		
	Sektor Aneka Industri	40		
2016	Sektor Industri Dasar dan Kimia	63	146	2,10
	Sektor Industri Barang Komsumsi	43		
	Sektor Aneka Industri	40		
2017	Sektor Industri Dasar dan Kimia	67	158	8,22
	Sektor Industri Barang Komsumsi	48		
	Sektor Aneka Industri	43		
2018	Sektor Industri Dasar dan Kimia	71	168	6,33
	Sektor Industri Barang Komsumsi	52		
	Sektor Aneka Industri	45		
2019	Sektor Industri Dasar dan Kimia	60	158	-5,95
	Sektor Industri Barang Komsumsi	53		
	Sektor Aneka Industri	45		

Sumber : Edusaham.com 2020

Berdasarkan table 1.1 maka dapat digambarkan perubahan jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode tahun 2015

sampai tahun 2019 pada gambar berikut :



Sumber : Data Sekunder Diolah 2022

Gambar 1. 1 Jumlah Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode Tahun 2015 sampai Tahun 2019

Berdasarkan Tabel 1.1 dan Gambar 1.1 memperlihatkan jumlah perusahaan yang terdaftar di BEI selama 5 tahun terakhir berfluktuasi. Pada tahun 2016 mengalami peningkatan jumlah perusahaan sebesar 2,10% dari 143 menjadi 146 perusahaan. Pada tahun 2017 terjadi peningkatan sebesar 8,22% menjadi 158 perusahaan dan pada tahun 2018 terjadi peningkatan sebesar 6,33% menjadi 168 perusahaan. Pada tahun 2019 terjadi penurunan sebesar 5,95% menjadi 158 perusahaan. Terjadinya penambahan dan pengurangan jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI disebabkan karena tidak mampu bersaing dan mempertahankan eksistensi atau kinerja perusahaan.

Berdasarkan beberapa hasil penelitian menyatakan bahwa semakin

baik kinerja perusahaan maka akan semakin meningkatkan keunggulan bersaing, hal tersebut sesuai dengan yang dikemukakan oleh Barney & Hesterly (2005) bahwa kinerja perusahaan mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap keunggulan bersaing. Oleh karena itu, perusahaan dalam mewujudkan *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) maka harus meningkatkan kinerjanya yang digambarkan melalui nilai perusahaan.

Memaksimumkan nilai perusahaan (*firm value*) saat ini disepakati sebagai tujuan dari setiap perusahaan, terutama yang berorientasi laba (Paddock *et al.*, 1980). Hal tersebut menurut Ferdinand (2002), kinerja perusahaan yang diperoleh pada suatu saat dapat dipandang sebagai prestasi jangka pendek perusahaan. Tinggi rendahnya tingkat kinerja jangka pendek perusahaan merupakan instrument untuk mengembangkan *Sustainable Competitive Advantage* (SCA). Dari uraian penjelasan tersebut, terkait nilai perusahaan dan kinerja perusahaan dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan adalah merupakan tujuan jangka pendek dari perusahaan yang dapat dilihat dari kinerja perusahaan, sedangkan tujuan yang sebenarnya dari suatu perusahaan yang merupakan tujuan jangka panjang yaitu *Sustainable Competitive Advantage* (SCA).

Nilai perusahaan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi tumbuh dan berkembangnya suatu perusahaan. Berdasarkan nilai perusahaan maka pihak investor akan melakukan pengambilan keputusan

untuk berinvestasi atau tidak pada perusahaan. *shareholders* akan menganalisis terlebih dahulu perusahaan-perusahaan yang mampu memberikan *return* yang tinggi dan keberlangsungan hidup perusahaan untuk kemakmuran para *shareholders*. Nilai perusahaan biasanya sering menjadi acuan para *shareholders* sebelum mereka menanamkan modalnya pada sebuah perusahaan karena semakin tinggi nilai perusahaan, maka kesejahteraan pemilik perusahaan akan semakin tinggi (Ansori & Denica, 2010). Oleh karena itu, perusahaan harus benar-benar memperhatikan keputusan yang akan diambil dan kebijakan yang akan dilaksanakan karena akan sangat berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, untuk menarik pihak investor melakukan investasi pada perusahaan maka mengoptimalkan nilai perusahaan menjadi tujuan perusahaan dalam jangka panjang dimana nilai perusahaan akan tercermin dari harga pasar sahamnya (Fama & French, 1998), hal tersebut sesuai hasil penelitian dari Hasnawati (2005) yang menunjukkan bahwa nilai perusahaan juga dapat diamati melalui kemakmuran *shareholders* yang dapat diukur melalui harga saham di pasar modal yang telah memenuhi syarat secara informasional. Nilai pemegang saham akan meningkat apabila nilai perusahaan meningkat yang ditandai dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi kepada pemegang saham.

Untuk memperoleh harga pasar saham yang tinggi tidak terlepas dari keputusan-keputusan yang diambil oleh pihak *shareholder* terutama keputusan keuangan dimana Jensen (1986) menjelaskan bahwa untuk

memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi juga semua klaim keuangan seperti hutang, *warran*, maupun saham *preferen*. Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan manajemen keuangan, di mana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama & French, 1998).

Menurut Hasnawati (2005), manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan deviden. Hasil dari penelitian tentang keputusan keuangan sebagaimana kerangka pikir di atas, pernah dilakukan oleh (Wijaya & Wibawa, 2010) yang menemukan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan deviden secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang mendukung hasil penelitian dari Hasnawati (2005).

Keputusan keuangan berupa Investasi modal merupakan salah satu aspek utama dalam keputusan investasi selain penentuan komposisi aktiva (Wijaya & Wibawa, 2010). Keputusan pengalokasian modal ke dalam usulan investasi harus dievaluasi dan dihubungkan dengan risiko dan hasil yang diharapkan (Hasnawati, 2005). Selanjutnya keputusan yang menyangkut investasi akan menentukan sumber dan bentuk dana

untuk pembiayaannya. Masalah yang harus dijawab dalam keputusan pendanaan yang dihubungkan dengan sumber dana adalah apakah sumber internal atau eksternal, besarnya hutang dan modal sendiri, dan bagaimana tipe hutang dan modal yang akan digunakan, mengingat struktur pembiayaan akan menentukan *cost of capital* yang akan menjadi dasar penentuan *required return* yang diinginkan (Hasnawati, 2005). Keputusan pendanaan yang diambil secara otomatis akan mempengaruhi jumlah deviden yang akan dibagikan maupun *capital gain* yang merupakan tujuan dari para *shareholder* untuk meningkatkan kesejahterannya.

Deviden maupun *capital gain* berasal dari keuntungan perusahaan pada periode bersangkutan atas dana yang telah diperoleh, sehingga besar kecilnya deviden yang dibagikan oleh perusahaan kepada *shareholder* tergantung seberapa besar laba ditahan oleh perusahaan dimana semakin besar *deviden* yang dibagikan kepada *shareholder* maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan *deviden* merupakan sinyal positif untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan dimana manajemen memberikan sinyal positif kepada investor melalui pembagian *deviden*, sehingga investor mengetahui terdapat peluang investasi di masa yang akan datang yang menjanjikan bagi nilai perusahaan (Wahyudi & Pawestri, 2006).

Keputusan keuangan yang akan diambil oleh perusahaan ditentukan oleh *shareholders* untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu

mensejahterahkan pemegang saham yang merupakan *principal* dan pengelolaan perusahaan yang diserahkan kepada manajemen selaku *agent* atau dengan kata lain, manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham. Pada kenyataannya tidak jarang pihak manajemen yaitu manajer perusahaan mempunyai tujuan dan kepentingan lain yang bertentangan dengan tujuan utama perusahaan dan sering mengabaikan kepentingan pemegang saham sehingga timbul masalah keagenan (Permanasari, 2010).

Masalah keagenan yang terjadi karena manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi dari manajer karena akan menambah biaya bagi perusahaan sehingga menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan berpengaruh terhadap harga saham yang akan menurunkan nilai perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Masalah keagenan muncul karena masing-masing pemegang saham mempunyai kepentingan yang berbeda-beda. Wahyudi & Pawestri, (2006) mengatakan bahwa penyatuan kepentingan *shareholders*, *debtholders* dan manajemen yang *notebene* merupakan pihak-pihak yang mempunyai kepentingan terhadap tujuan perusahaan seringkali menimbulkan masalah-masalah (*agency problem*). Perbedaan kepentingan antara pemegang saham (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional) mengakibatkan timbulnya konflik yang biasa disebut *agency conflict*. Konflik yang timbul diantara para pemegang saham tidak bisa dipandang sebelah mata karena struktur

kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan. Hal tersebut disebabkan oleh karena adanya kontrol yang mereka miliki.

Konsep *agency theory* merupakan suatu hubungan atau kontrak antara *principal* dengan *agent*. *Principal* mempekerjakan *agent* melakukan tugas untuk kepentingan *principal*, termasuk melimpahkan pengelolaan perusahaan kepada *agent*. Asumsi *agency theory* bahwa masing-masing pihak hanya termotivasi untuk kepentingan sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan. Konflik kepentingan antara manajemen dan pemilik menimbulkan *agency cost* (Jensen & Meckling, 1976). Hal tersebut disebabkan karena dalam meminimalisir konflik maka perusahaan harus mensejajarkan kepentingan antara pemilik dengan manajemen yang akan menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*).

Penelitian mengenai pengaruh kepemilikan manajerial terhadap keputusan investasi pernah dilakukan oleh Suranta & Merdistusi (2009) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi investasi perusahaan meskipun hubungannya tidak dapat ditentukan dan juga menemukan bahwa kepemilikan manajerial merupakan variabel eksogen terhadap investasi dan nilai perusahaan. Penelitian mengenai pengaruh kepemilikan manajerial terhadap keputusan pendanaan pernah dilakukan oleh Wahyudi & Pawestri (2006), Ruan *et al.*, (2011), Putri & Nasir (2006)

dimana hasil penelitian mereka menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap keputusan pendanaan (kebijakan hutang) yang menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial maka akan semakin menurunkan hutang perusahaan. Selanjutnya pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan deviden pernah dilakukan oleh Sukmawati (2000) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan deviden, dimana pada perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial yang rendah atau bahkan sama sekali tidak memiliki kepemilikan manajerial, maka akan cenderung membagikan deviden yang tinggi.

Penelitian mengenai pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan pernah dilakukan oleh Ruan *et al.*, (2011) yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan *nonlinear* antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial mendorong struktur modal menjadi bentuk *nonlinear*, tetapi dalam arah yang berlawanan dengan efek kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hasil regresi simultan menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi struktur modal, yang pada gilirannya mempengaruhi nilai perusahaan. Temuan mereka menyiratkan bahwa "*konvergensi* kepentingan" dan "kubu" merupakan efek perilaku manajer dalam hal kepemilikan manajerial. Pada penelitian lain yang dilakukan oleh Zakaria *et al.*, (2014) meneliti pengaruh struktur kepemilikan yang

terkonsentrasi yaitu pada manajerial, pemerintah dan asing terhadap kinerja perusahaan dimana hasil penelitian menunjukkan bahwa ketika perusahaan terkonsentrasi atau kepemilikan manajerial, dapat meningkatkan kinerja perusahaan, sementara terbalik terjadi diperusahaan kepemilikan pemerintah. Dari penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial akan meningkatkan kinerja perusahaan dan selanjutnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Pengaruh struktur kepemilikan institusional terhadap keputusan investasi pernah dilakukan oleh Wahyudi & Pawestri (2006), namun hasil penelitian mereka menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak mempengaruhi semua keputusan keuangan atau dengan kata lain bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Pengaruh struktur kepemilikan institusional terhadap keputusan pendanaan pernah dilakukan oleh Jensen (1986a) dan Moh'd *et al.*, (1998) serta konsisten dengan Faisal (2003) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Faisal (2003) serta Sujoko & Soebiantoro (2007) bahwa semakin meningkat kepemilikan eksternal, maka akan semakin efektif kontrol perusahaan terhadap perilaku manajer, sehingga manajer menggunakan hutang pada tingkat yang rendah. Selain itu, meningkatnya kepemilikan institusional juga dapat mengimbangi kebutuhan terhadap hutang.

Selanjutnya pengaruh struktur kepemilikan institusional terhadap

kebijakan deviden pernah dilakukan oleh Putri & Nasir (2006) yang mendukung penelitian Crutchley *et al.*, (1999) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan deviden. Semakin tinggi kepemilikan institusional, maka akan semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dalam mengurangi *agency cost*, sehingga perusahaan cenderung memberikan deviden yang lebih rendah. Selanjutnya pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan pernah dilakukan oleh Abukosim *et al.*, (2014) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, hal tersebut disebabkan karena semakin besar kepemilikan institusional dalam perusahaan maka semakin besar kekuatan suara dalam meningkatkan lembaga untuk mengawasi manajemen dan akibatnya akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan kinerja perusahaan sehingga nilai perusahaan akan meningkat. Peningkatan kepemilikan oleh institusional dapat menyebabkan kinerja manajer diawasi secara optimal dan akan meminimalisir tindakan yang dapat menurunkan nilai perusahaan.

Keterkaitan antara *ownership structure* terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dijelaskan oleh Gilbert *et al.*, Pissarides dan Zou *et al.*, dalam Fonseka *et al.*, (2014) yang menyatakan bahwa strategi dan kinerja sangat bergantung tentang waktu, aksesibilitas dan penggunaan sumber daya keuangan yang efektif dan efisien selama pengembangan dan investasi baru serta kemampuan finansial memungkinkan atau

membatasi strategi kemampuan membuat keputusan oleh pengusaha dan manajer. Strategi dan kinerja dipengaruhi oleh keputusan *ownership* terkait kemampuan keuangan yang berdampak kepada daya saing perusahaan dalam industry dan keberlanjutan.

Pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan pernah dilakukan oleh Hasnawati (2005), Wahyudi & Pawestri (2006), serta Suranta & Merdistusi (2009). Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, yang berarti bahwa investasi akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini konsisten dengan pendapat Fama (1978) bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan pernah dilakukan oleh Hasnawati (2005) menyatakan bahwa keputusan pendanaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Apabila pendanaan didanai melalui hutang peningkatan tersebut terjadi akibat dari *efek tax deductible*. Perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak, yang dapat memberi manfaat bagi pemegang saham. Selanjutnya pengaruh kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan pernah dilakukan oleh Hasnawati (2005) yang mengatakan bahwa *dividen* merupakan aliran kas masuk bagi pemegang saham, sehingga semakin tinggi *dividen*, maka akan semakin sejahtera pemegang saham. Pembayaran *dividen* yang semakin meningkat menunjukkan prospek perusahaan yang bagus sehingga investor akan

tertarik untuk membeli saham dan nilai perusahaan akan meningkat.

Keterkaitan antara *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dengan keputusan keuangan dijelaskan oleh Rais dan Krogh dalam Fonseca *et al.*, (2014) yang menyatakan bahwa perusahaan mempertahankan tingkat pertumbuhan antara kompetitif pertumbuhan dan pertumbuhan berkelanjutan adalah berkelanjutan dalam jangka panjang. Selanjutnya, mereka menunjukkan bahwa keuntungan keberlanjutan dalam "koridor pertumbuhan" dapat meningkatkan tingkat keberhasilan dalam keuangan kemampuan. RBV keunggulan kompetitif didasarkan pada hubungan antara internal perusahaan karakteristik dan kinerja (Penrose and Wernerfelt dalam Fonseca *et al.*, 2014). Kemampuan keuangan mempengaruhi daya saing perusahaan dalam industri dan keberlanjutan, yang berbeda dari satu Negara ke Negara lain dari industri ke industri karena variasi dalam pengaturan industri, kerangka ekonomi, politik dan hukum serta sumber modal. Ahli teori berbasis sumber daya mengakui bahwa sumber berkelanjutan keunggulan kompetitif ditemukan di tempat yang berbeda di waktu yang berbeda dan industry yang berbeda (Collis, Foley and Faly dan Peng dalam Fonseca *et al.*, 2014).

Pengaruh struktur kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan keputusan investasi sebagai variabel *intervening* pernah dilakukan oleh Wahyudi & Pawestri (2006) yang menemukan bahwa Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan investasi tetapi keputusan investasi bukan merupakan variabel *intervening* atas

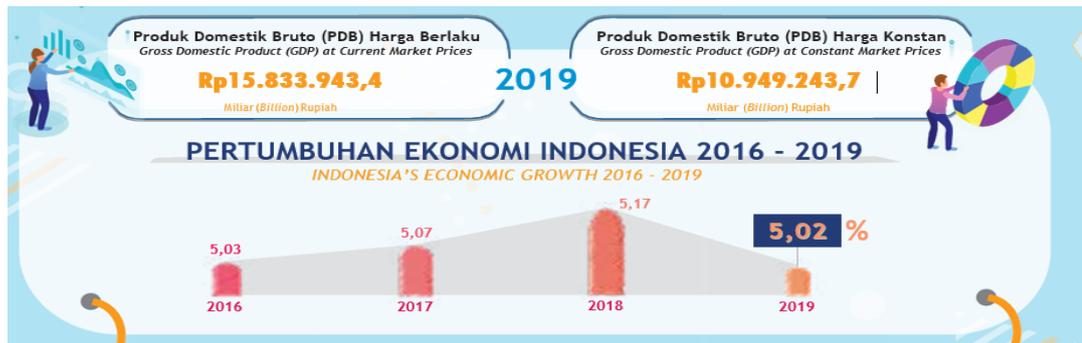
pengaruh kepemilikan majerial terhadap nilai perusahaan. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan keputusan pendanaan sebagai variabel *intervening* pernah dilakukan oleh Wahyudi & Pawestri (2006) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial secara langsung dan atau melalui keputusan pendanaan sebagai variabel *intervening* berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Ini sejalan dengan Iturriaga & Sanz (2001) yang menyatakan bahwa hubungan struktur kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan merupakan hubungan *non-monotonik*. Selanjutnya pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan deviden sebagai variabel *intervening* pernah dilakukan oleh Wahyudi & Pawestri (2006) yang dalam penelitiannya menggunakan indikator DPR dan DYR dan menemukan hasil yang tidak signifikan.

Menurut Pedersen & Thomsen (2003), presentase kepemilikan saham atau struktur kepemilikan dapat dilihat yaitu di dalam struktur kepemilikan saham mayoritas, hanya satu pihak yang memiliki lebih dari 49% - 50% dari saham, pribadi, keluarga atau perusahaan sebagai pemegang saham mayoritas perusahaan. Pedersen & Thomsen (2003), menambahkan bahwa kelompok mayoritas memiliki kekuatan yang kuat dalam membuat keputusan investasi, juga berhati-hati dalam membuat keputusan keuangan terutama dalam menggunakan utang jangka panjang sehingga tidak akan membawa kerugian bagi manajer, pemegang saham dan kreditur. Dari kutipan tersebut dapat disimpulkan bahwa struktur

kepemilikan berkaitan dengan keputusan keuangan yang akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Adapun yang menarik dari penelitian ini yaitu adanya fenomena yang terjadi di BEI menunjukkan bahwa nilai perusahaan yang diproksi melalui nilai saham mengalami perubahan meskipun tidak ada kebijakan keuangan yang dilakukan perusahaan. Misalnya *deviden* pada umumnya dibagikan setiap setahun sekali, kegiatan investasi dan pendanaan juga tidak setiap saat dilakukan namun nilai perusahaan yang diproksi dengan harga saham berubah setiap saat. Hal tersebut berbeda dengan apa yang telah dipaparkan sebelumnya bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Hasnawati, 2005) dan (Wijaya & Wibawa, 2010).

Pertumbuhan ekonomi Indonesia dalam 5 tahun terakhir mengalami fluktuasi dengan angka pertumbuhan tertinggi pada tahun 2018. Pertumbuhan ekonomi menjadi dasar bagi para investor dalam melakukan investasi, sebab dengan adanya pertumbuhan ekonomi yang terus meningkat memperlihatkan besarnya peluang usaha di dalam dunia industry. Berikut akan ditampilkan pertumbuhan ekonomi selama 4 (tahun) terakhir yaitu sebagai berikut :



Sumber : Badan Pusat Statistik, 2020

Gambar 1. 2 Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Tahun 2016 - 2019

Berdasarkan Gambar 1. 2, pertumbuhan ekonomi Indonesia tersebut dapat diketahui bahwa pertumbuhan ekonomi mengalami fluktuasi yang berada dikisaran 5%. Pada tahun 2016 pertumbuhan ekonomi sebesar 5,03% dan pada tahun 2017 pertumbuhan ekonomi mengalami peningkatan menjadi 5,07% atau sebesar 0,04%. Pada tahun 2018 mengalami peningkatan yang cukup signifikan yaitu menjadi 5,17% atau meningkat sebesar 0,13% dan pada tahun 2019 mengalami penurunan sebesar 0,15% menjadi 5,02%. Fluktuasi yang terjadi pada pertumbuhan ekonomi tidak terlepas dari peran perusahaan manufaktur yang memiliki andil dalam struktur ekonomi Indonesia.

Berikut akan diperlihatkan sumbangsih industri manufaktur dalam struktur ekonomi Indonesia pada tahun 2019 yaitu sebagai berikut :



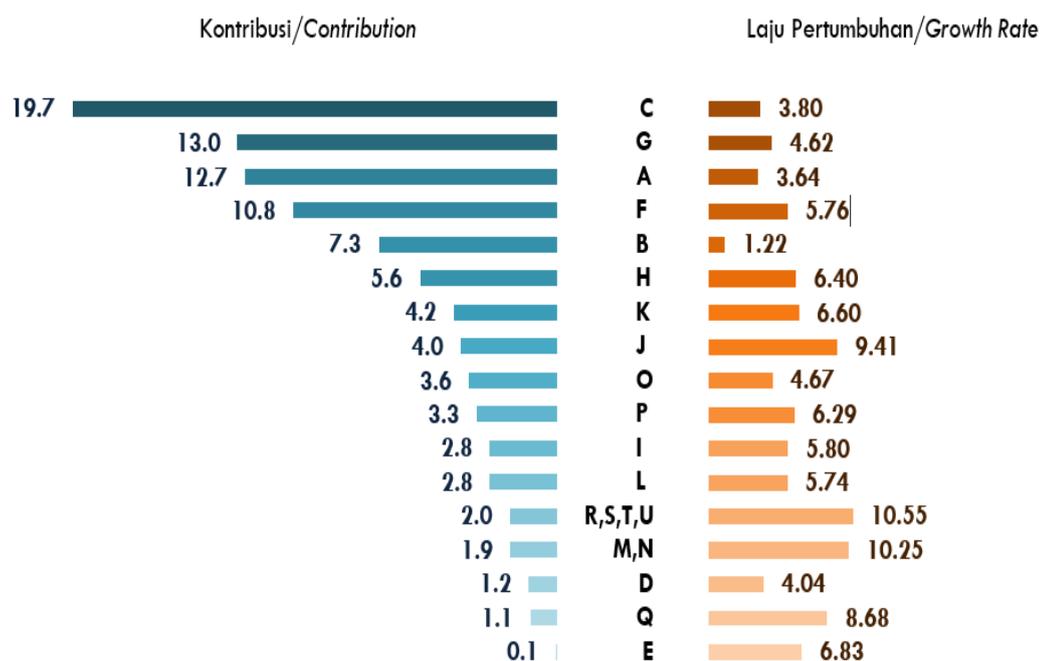
Sumber : Badan Pusat Statistik, 2020

Gambar 1. 3 Struktur Ekonomi Indonesia Tahun 2019

Berdasarkan Gambar 1.3 memperlihatkan data Badan Pusat Statistik (2020) yaitu peran berbagai sektor industri dalam pertumbuhan ekonomi Indonesia. Perusahaan manufaktur menempati posisi kedua tertinggi dalam melakukan sumbangsih terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) yaitu sebesar 19,70% yang diikuti pada posisi ketiga yaitu industri perdagangan dan reparasi sebesar 13,01%. Pada poisisi keempat yaitu industry pertanian sebesar 12,72% dan pada poisisi kelima yaitu industry konstruksi sebesar 10,75%. Sedangkan posisi pertama yaitu industry lainnya yang terdiri dari berbagai perusahaan di luar dari sector yang telah dipaparkan yaitu sebesar 43,80%. Data tersebut memperlihatkan peran dari perusahaan-perusahaan sector manufaktur sangat besar dalam memberikan sumbangsih terhadap PDB yang dapat meningkatkan

pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Dari keseluruhan industry yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) maka industry manufakturlah yang memberikan kontribusi terbesar pada Produk Domestik Bruto (PDB). Kontribusi tersebut juga diiringi dengan laju pertumbuhana ekonomi yang cukup baik dibandingkan dengan industry-industri lainnya. Berikut akan diperlihatkan laju pertumbuhan dan kontribusi PDB tahun 2019 dari setiap industri di Indonesia.



Catatan/Note :

**A** = Pertanian, Kehutanan, dan Perikanan/*Agriculture, Forestry, and Fishing*

**B** = Pertambangan dan Penggalian/*Mining and Quarrying*

**C** = Industri Pengolahan/*Manufacturing*

**D** = Pengadaan Listrik dan Gas/*Electricity and Gas*

**E** = Pengadaan Air, Pengelolaan Sampah, Limbah dan Daur Ulang/*Water Supply, Sewerage, Waste Management and Remediation Activities*

**F** = Konstruksi/*Construction*

**G** = Perdagangan Besar dan Eceran; Reparasi Mobil dan Sepeda Motor/*Wholesale and Retail Trade; Repair of Motor Vehicles and Motorcycles*

**H** = Transportasi dan Pergudangan/*Transportation and Storage*

**I** = Penyediaan Akomodasi dan Makan Minum/*Accommodation and Food Services Activities*

**J** = Informasi dan Komunikasi/*Information and Communication*

**K** = Jasa Keuangan dan Asuransi/*Financial and Insurance Activities*

**L** = Real Estat/*Real estate*

**M,N** = Jasa Perusahaan/*Business Activities*

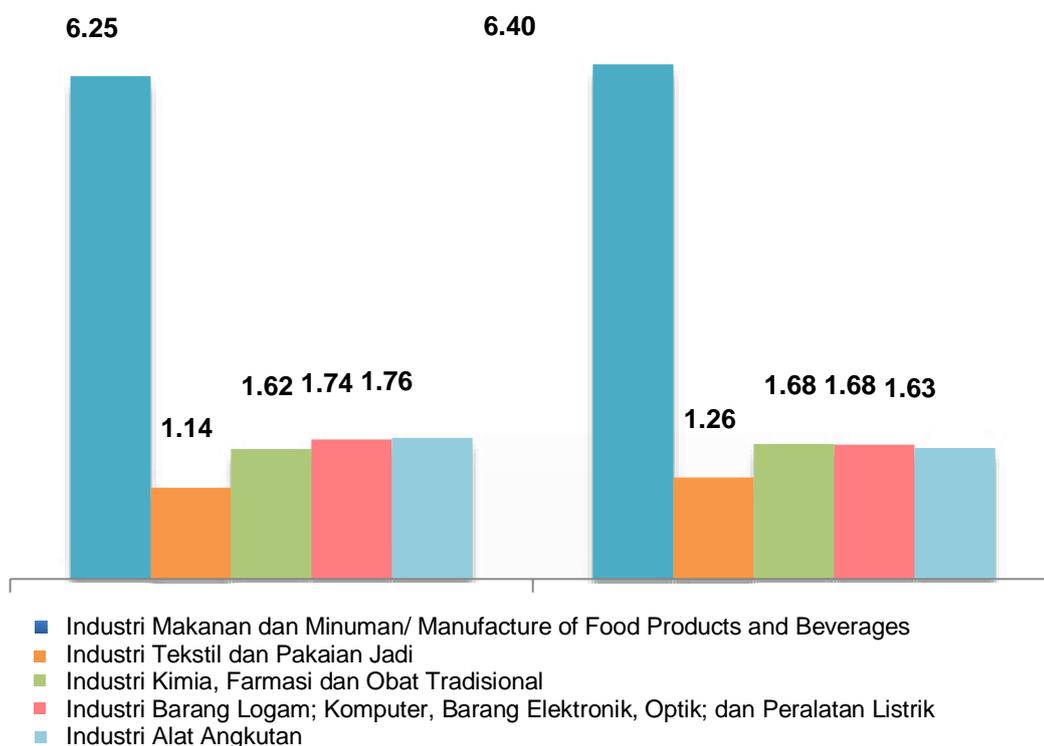
**O** = Administrasi Pemerintahan, Pertahanan, dan Jaminan Sosial Wajib/ *Public Administration and Defence; Compulsory Social Security*  
**P** = Jasa Pendidikan/ *Education*  
**Q** = Jasa Kesehatan dan Kegiatan Sosial/ *Human Health and Social Work Activities*  
**R,S,T,U** = Jasa Lainnya/ *Other Services Activities*  
Sumber : Badan Pusat Statistik, 2020

#### Gambar 1. 4 Laju Pertumbuhan dan Kontribusi PDB Lapangan Usaha Tahun 2019 (%)

Berdasarkan Gambar 1.4 terlihat jelas bahwa perusahaan yang bergerak pada industri manufaktur memiliki kontribusi terbesar terhadap PDB yaitu sebesar 17,7% dengan laju pertumbuhan sebesar 3,80%. Sedangkan untuk laju pertumbuhan tertinggi dicapai oleh industry jasa lainnya sebesar 10,55% dengan kontribusi terhadap PDB sebesar 2,0%. Dari hasil data yang diperoleh dari BPS (2020) tersebut sangat jelas kontribusi industry manufaktur terhadap PDB yang sangat besar dengan laju pertumbuhan yang cukup baik.

Perusahaan manufaktur terdiri atas beberapa subsektor perusahaan yaitu industri makanan dan minuman, industri tekstil dan pakaian jadi, Industri kimia, farmasi dan obat tradisional, industri barang logam, computer, barang elektronik, optic dan peralatan listrik serta industry alat angkutan. Setiap subsektor memiliki kontribusi terhadap PDB yang selanjutnya akan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Kontribusi setiap subsektor mengalami fluktuasi setiap tahunnya sehingga secara otomatis juga mempengaruhi pertumbuhan ekonomi Indonesia yang juga berdampak ke segala aspek.

Berikut akan diperlihatkan kontribusi 5 subsektor pada perusahaan manufaktur terhadap PDB.



Sumber : Badan Pusat Statistik, 2020

Gambar 1. 5 Kontribusi Lima Subsektor Terbesar dalam Industri Manufaktur terhadap Total PDB Tahun 2018 dan 2019 (%)

Berdasarkan Gambar 1.5 memperlihatkan bahwa industri makanan dan minuman pada perusahaan manufaktur memiliki kontribusi terbesar terhadap total PDB sebesar 6,25% pada tahun 2018 dan 6,40% pada tahun 2019. Selanjutnya pada posisi kedua ditempati oleh industry alat angkutan sebesar 1,76% pada tahun 2018 dan 1,63% pada tahun 2019, pada posisi ketiga ditempati oleh industry industry barang logam, computer, barang elektronik, optic dan peralatan listrik sebesar 1,74% pada tahun 2018 dan 1,68% pada tahun 2019. Posisi keempat ditempati oleh industry kimia, farmasi dan obat tradisiional sebesar 1,62% pada tahun 2018 dan 1,68% pada tahun 2019 dan posisi kelima ditempati oleh

industry tekstil dan pakaian jadi yaitu sebesar 1,14% pada tahun 2018 dan 1,26% pada tahun 2019.

Dari pemaparan terkait perusahaan manufaktur tersebut, dapat disimpulkan peran besarnya dalam berkontribusi terhadap PDB yang selanjutnya akan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Hal tersebut menjadi dasar pentingnya memperhatikan dan menjaga setiap perusahaan melalui pengawasan dan kemudahan dalam menjalankan usaha. Tidak dapat dipungkiri juga bahwa perusahaan-perusahaan tersebut adalah tonggak pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Berdasarkan uraian yang telah dipaparkan sehingga maksud dari penelitian ini adalah untuk menguji kembali implikasi struktur kepemilikan saham terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel *intervening*. Penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan telah banyak dilakukan, tetapi hasil yang ada dirasakan belum cukup memadai untuk pengambilan keputusan apalagi terjadi perubahan situasi dan kondisi. Informasi mengenai nilai perusahaan-perusahaan yang telah *go public* di Indonesia sangatlah penting untuk diketahui oleh *investor* maupun pemegang saham karena sesuai UU Pasar Modal No. 8 pasal 75 ayat 2, menyatakan bahwa Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) tidak memberikan keunggulan dan kelemahan atas suatu efek. Sehingga *investor* membutuhkan informasi yang relevan untuk keputusan yang akan diambil dalam investasi modal. Ditambah lagi penelitian ini menambahkan satu variabel yang dirasa cukup

mempengaruhi nilai perusahaan yaitu struktur kepemilikan.

Berdasarkan latar belakang di atas, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul “**Peran *Ownership structure* terhadap *Sustainable Competitive Advantage* dengan *Investment Decision*, *Financing Decision*, *Dividend Policy* dan *Firm Value* sebagai Variabel *Intervening* (Studi Pada Sektor Manufaktur Di BEI)**”. Objek yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2015-2019. Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Permanasari (2010) yang meneliti hubungan antara keputusan keuangan dengan nilai perusahaan.

Penelitian ini memiliki beberapa perbedaan dengan penelitian yang telah dilakukan Permanasari (2010) yaitu dengan penambahan variabel struktur kepemilikan (*ownership structure*) sebagai *variable independent*. Pada penelitian ini menggunakan 4 (empat) variabel *intervening* yaitu *investment decisions*, *financing decisions*, *dividend policy* dan *dividend policy* sedangkan variabel dependennya adalah *Sustainable Competitive Advantage* (SCA). Variabel struktur kepemilikan (*ownership structure*) menggunakan indikator *institutional ownership* dan *managerial ownership*. Variabel *investment decisions* menggunakan indikator *Market to Book Value of Asset* (MVA/BVA), *Market to Book Value of Equity* (MVE/BVE) dan *Ratio of Property, Plant, and Equipment to Dividend Policy* (PPE/BVA). Variabel *financing decisions* menggunakan indikator *Debt to Equity Ratio* (DER) dan *Debt to Asset Ratio* (DAR), variabel *dividend*

*policy* menggunakan indikator *Devidend Payout Ratio* (DPR) dan *Deviden Yield Ratio* (DYR). Variabel *dividend policy* menggunakan indikator *Price to Book Value* (PBV) dan *Price Earning Ratio* (PER) sedangkan variabel *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) menggunakan indikator *Value Added of Capital Employed* (VACA), *Value Added Human Capital* (VAHU) dan *Structural Capital Value Added* (STVA).

## **B. Rumusan Masalah**

Berdasarkan uraian latar belakang, maka peneliti merumuskan permasalahan dalam penelitian ini yaitu :

1. Apakah *ownership structure* berpengaruh terhadap *investment decision* pada perusahaan sektor manufaktur di BEI?
2. Apakah *ownership structure* berpengaruh terhadap *financing decision* pada perusahaan sektor manufaktur di BEI?
3. Apakah *ownership structure* berpengaruh terhadap *dividend policy* pada perusahaan sektor manufaktur di BEI?
4. Apakah *ownership structure* berpengaruh terhadap *firm value* pada perusahaan sektor manufaktur di BEI?
5. Apakah *ownership structure* berpengaruh terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) pada perusahaan sektor manufaktur di BEI?
6. Apakah *investment decision* berpengaruh terhadap *Sustainable*

*Competitive Advantage* (SCA) pada perusahaan sektor manufaktur di BEI?

7. Apakah *financing decision* berpengaruh terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) pada perusahaan sektor manufaktur di BEI?
8. Apakah *dividend policy* berpengaruh terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) pada perusahaan sektor manufaktur di BEI?
9. Apakah *firm value* berpengaruh terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) pada perusahaan sektor manufaktur di BEI?
10. Apakah *ownership structure* berpengaruh terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dengan *investment decision* sebagai variabel intervening pada perusahaan sektor manufaktur di BEI?
11. Apakah *ownership structure* berpengaruh terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dengan *financing decision* sebagai variabel intervening pada perusahaan sektor manufaktur di BEI?
12. Apakah *ownership structure* berpengaruh terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dengan *dividend policy* sebagai variabel intervening pada perusahaan sektor manufaktur di BEI?
13. Apakah *ownership structure* berpengaruh terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dengan *firm value* sebagai variabel intervening pada perusahaan sektor manufaktur di BEI?

### C. Tujuan Penelitian

Berkaitan dengan rumusan pertanyaan penelitian di atas, maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah :

1. Mengetahui dan menganalisis pengaruh *ownership structure* terhadap *investment decision* pada perusahaan sektor manufaktur di BEI
2. Mengetahui dan menganalisis pengaruh *ownership structure* terhadap *financing decision* pada perusahaan sektor manufaktur di BEI
3. Mengetahui dan menganalisis pengaruh *ownership structure* terhadap *dividend policy* pada perusahaan sektor manufaktur di BEI
4. Mengetahui dan menganalisis pengaruh *ownership structure* terhadap *firm value* pada perusahaan sektor manufaktur di BEI.
5. Mengetahui dan menganalisis *ownership structure* terhadap *Sustainable Competitive Advantage (SCA)* pada perusahaan sektor manufaktur di BEI.
6. Mengetahui dan menganalisis pengaruh *investment decision* terhadap *Sustainable Competitive Advantage (SCA)* pada perusahaan sektor manufaktur di BEI
7. Mengetahui dan menganalisis pengaruh *financing decision* terhadap *Sustainable Competitive Advantage (SCA)* pada perusahaan sektor manufaktur di BEI
8. Mengetahui dan menganalisis pengaruh *dividend policy* terhadap *Sustainable Competitive Advantage (SCA)* pada perusahaan sektor manufaktur di BEI

9. Mengetahui dan menganalisis pengaruh *firm value* terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) pada perusahaan sektor manufaktur di BEI
10. Mengetahui dan menganalisis pengaruh *ownership structure* terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dengan *investment decision* sebagai variabel intervening pada perusahaan sektor manufaktur di BEI
11. Mengetahui dan menganalisis pengaruh *ownership structure* terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dengan *financing decision* sebagai variabel intervening pada perusahaan sektor manufaktur di BEI
12. Mengetahui dan menganalisis pengaruh *ownership structure* terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dengan *dividend policy* sebagai variabel intervening pada perusahaan sektor manufaktur di BEI
13. Mengetahui dan menganalisis pengaruh *ownership structure* terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dengan *firm value* sebagai variabel intervening pada perusahaan sektor manufaktur di BEI

#### **D. Manfaat Penelitian**

Penelitian ini diharapkan memiliki beberapa kegunaan atau manfaat, baik secara teoritis ataupun secara praktis

##### **1. Manfaat Teoritis**

- a. Penelitian ini diharapkan mampu memberikan kegunaan bagi

pengembang ilmu pengetahuan di bidang manajemen keuangan dan pemasaran khususnya aspek *ownership structure*, *investment decision*, *financing decision*, *dividend policy*, *firm value* dan *Sustainable Competitive Advantage (SCA)*.

- b. Penelitian ini diharapkan mampu memperkaya kajian empiris yang ada tentang *Sustainable Competitive Advantage (SCA)* bagi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI agar mampu bertahan dan bersaing dalam dunia bisnis.
- c. Penelitian ini juga diharapkan dapat menjadi referensi bagi penelitian ilmiah selanjutnya sebagai bahan rujukan (literatur) atau dalam model penelitian terkait kajian *ownership structure*, *investment decision*, *financing decision*, *dividend policy*, *firm value* dan *Sustainable Competitive Advantage (SCA)*.

## **2. Manfaat Praktis**

- a. Bagi perusahaan, penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan yang berguna untuk mengadopsi *Sustainable Competitive Advantage (SCA)* dalam bertahan dan bersaing di dunia bisnis. Selain itu perusahaan diharapkan menjadi pendukung dalam pertumbuhan ekonomi nasional.
- b. Bagi *ownership*, memberikan kontribusi kepada pengambil kebijakan (*ownership structure*) demi keberlangsungan perusahaan terhadap *investment decision*, *financing decision*, *dividend policy*,

*firm value* dan *Sustainable Competitive Advantage (SCA)*.

- c. Bagi peneliti, seluruh rangkaian kegiatan dan hasil penelitian ini diharapkan dapat lebih memantapkan penguasaan fungsi keilmuan yang dipelajari selama mengikuti perkuliahan pada program doktoral Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **A. Tinjauan Teoritis dan Konsep**

##### **1. *Agency Theory***

Konsep *agency theory* merupakan suatu hubungan atau kontrak antara *principal* dengan *agent*. *Principal* mempekerjakan *agent* melakukan tugas untuk kepentingan *principal*, termasuk melimpahkan pengelolaan perusahaan kepada *agent*. Asumsi *agency theory* bahwa masing-masing pihak hanya termotivasi untuk kepentingan masing-masing sehingga menimbulkan konflik kepentingan. Konflik kepentingan antara manajemen dan pemilik menimbulkan *agency cost* (Jensen & Meckling, 1976).

Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham yang merupakan *principal* dan pengelolaan perusahaan yang diserahkan kepada manajemen selaku *agent* atau dengan kata lain, manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham, tetapi ternyata sering ada konflik antara manajemen dengan pemegang saham. Konflik ini disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Perbedaan kepentingan ini muncul karena keduanya ingin memaksimalkan utilitasnya, maka ada kemungkinan *agent* tidak selalu akan berbuat yang terbaik bagi *principal*, sehingga muncul masalah keagenan.

Manajemen selaku pengelola perusahaan memiliki kecenderungan berperilaku untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya, dan kecenderungan menyukai resiko. Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa masalah keagenan akan terjadi jika proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer memiliki kecenderungan untuk mengejar kepentingan dirinya sendiri dan tidak memaksimalkan nilai perusahaan. *Prinsipal* dapat membatasi kegiatan agen yang menyimpang melalui pemberian insentif yang tepat dan mengeluarkan biaya monitoring, penentuan struktur pendanaan yang tepat dan sebagainya, sehingga kepentingan kedua pihak dapat terpenuhi.

Struktur kepemilikan juga akan berpengaruh pada masalah keagenan. Perusahaan yang sahamnya dimiliki secara mayoritas oleh keluarga (*family firm*), sangat mudah komunikasi maupun monitornya, sehingga akan menurunkan biaya keagenan. Perusahaan yang pemegang saham mayoritasnya ada di tangan pemerintah (*state firm*) mempunyai peluang untuk menerbitkan hutang dalam jumlah besar, karena kreditor bersedia memberikan pinjaman kepada perusahaan pemerintah dengan alasan jika perusahaan tersebut bangkrut dan tidak bersedia lagi mengembalikan hutangnya, maka pemerintah yang akan menjaminnya.

Kepemilikan struktur saham yang menyebar akan mempersulit untuk mengontrol manajemen perusahaan, karena kepemilikan saham

perusahaan yang terlalu kecil hanya akan mempunyai insentif kecil untuk memonitor manajemen. Hal ini akan sangat berbeda jika kepemilikan saham lebih terkonsentrasi, karena akan mempermudah perusahaan dalam melakukan kontrol, pengawasan manajemen perusahaan dan suara terbanyak (*voting power*) terhadap manajemen sehingga memperkecil biaya keagenan.

Perkembangan teori keagenan memberikan pengakuan bahwa struktur kepemilikan perusahaan dapat memengaruhi kinerja perusahaan dengan menyederhanakan konflik antara manajemen dan pemegang saham. Perusahaan berbeda di dalam tingkat konsentrasi kepemilikan di antara manajer dan investor eksternal. Distribusi kepemilikan antara kelompok yang berbeda dapat berpengaruh pada *oportunisme* manajerial yang selanjutnya berimplikasi pada perilaku manajer dan kinerja perusahaan.

Penyebab lain konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Para pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis dari dalam perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik namun sebaliknya lebih peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan.

Dalam teori keagenan dijelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham bertentangan. Hal tersebut disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya

pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut, karena pengeluaran tersebut akan menambah *cost* perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan deviden yang akan diterima. Pemegang saham menginginkan agar *cost* tersebut dibiayai dengan hutang, tetapi manajer tidak menyukai dengan alasan bahwa hutang mengandung risiko tinggi. Perbedaan kepentingan itulah maka timbul konflik yang disebut dengan *agency conflict*. Konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan dan akibat dari munculnya mekanisme pengawasan tersebut menyebabkan timbulnya suatu biaya yang disebut dengan *agency cost*.

*Agency cost* tersebut antara lain menurut Rizal (2007) yaitu :

- a. Biaya yang muncul akibat ketidakefisienan pengelolaan yang dilakukan oleh pihak *agent*.
- b. Biaya yang timbul akibat pilihan proyek yang tidak sama dengan jika pilihan tersebut dilakukan oleh pemegang saham karena resiko meruginya tinggi.
- c. Biaya yang timbul karena dilakukannya kegiatan *monitoring* kinerja dan perilaku *agent* oleh pihak *prinsipal*.
- d. Biaya yang timbul karena dilakukannya pembatasan-pembatasan bagi kegiatan *agent* oleh *prinsipal*.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi biaya keagenan, antara lain (Sartono, 2001 dan Rizal, 2007) :

- a. Meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dan selain itu manajer juga merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil disamping juga ikut menanggung kerugian yang terjadi sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Menurut Jensen & Meckling (1976), kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham.
- b. Meningkatkan *Devidend Payout Ratio* (DPR) sehingga tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* ( arus kas). Akibatnya manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiaya investasinya.
- c. Meningkatkan pendanaan dengan hutang. Menurut Jensen (1986a) peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Disamping itu hutang juga akan menurunkan arus kas yang diharapkan (*excess cash flow*) yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh pihak manajemen.
- d. *Institutional investors* sebagai pengawasan manajemen (*monitoring agent*). Moh'd *et al.*, (1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu kepemilikan saham institusi (*institutional investors*) dengan modal sendiri (*shareholders dispersion*) akan dapat mengurangi biaya agen (*agency cost*).

Peningkatan kepemilikan manajerial dapat digunakan sebagai salah satu cara untuk mengurangi konflik keagenan yaitu dengan mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga

bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Pada kepemilikan menyebar, masalah keagenan terjadi antara pihak manajemen dengan pemegang saham. Hal ini menyebabkan kekuasaan pemegang saham dan menyerahkan kepada manajer. Sebagai konsekuensinya, manajer menuntut kompensasi yang tinggi sehingga meningkatkan biaya keagenan. Pada kondisi ini konflik keagenan diatasi dengan meningkatkan kepemilikan manajerial Jensen & Meckling (1976). Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan.

Peningkatan deviden diharapkan dapat mengurangi biaya keagenan karena dengan meningkatkan *Dividend Payout Ratio* (DPR) maka tidak tersedia cukup banyak aliran arus kas (*free cash flow*) dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya Crutchley *et al.*, (1999). Hal ini disebabkan dimana deviden yang besar menyebabkan rasio laba ditahan kecil sehingga perusahaan membutuhkan tambahan dana dari sumber eksternal, seperti hutang dan emisi saham baru. Penambahan dana menyebabkan kinerja manajer dimonitor oleh bursa dan penyedia dana baru. Pengawasan kinerja menyebabkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham sehingga mengurangi biaya yang berkaitan dengan emisi saham baru (*floating cost*) (Crutchley *et al.*, 1999). Kenaikan deviden sering diikuti dengan kenaikan harga saham dan sebaliknya (Brigham dan Houston,

2001). Hal ini menunjukkan bahwa investor menganggap perubahan *dividen* sebagai sinyal *profitabilitas* dimasa depan dengan demikian *dividen* berkaitan dengan pertumbuhan perusahaan.

Penggunaan hutang dapat mengurangi konflik keagenan. Penambahan hutang dalam struktur modal dapat mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas. Perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang. Disamping itu hutang juga akan menurunkan arus kas yang diharapkan (*excess cash flow*) yang ada dalam perusahaan, sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan manajemen (Jensen & Meckling, 1976). Sebagai konsekuensi dari kebijakan ini, perusahaan menghadapi biaya keagenan hutang dan risiko kebangkrutan (Crutchley *et al.*, 1999).

*Institutional investor* sebagai pengawasan manajemen (*monitoring agents*). Moh'd *et al.*, (1998) menyatakan bahwa distribusi antara pemegang saham dari luar, yaitu *institutional investor* dan *shareholders dispersion* (penyebaran pemilik modal) dapat mengurangi *agency cost*, karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen.

## 2. Struktur Kepemilikan (*Ownership Structure*)

Teori keagenan berkaitan dengan masalah *principal - agent* dalam pemisahan kepemilikan dan kontrol terhadap perusahaan. Jensen & Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai sebuah kontrak melalui satu atau lebih pemilik (*principal*) yang menyewa orang lain (*agent*) untuk melakukan beberapa jasa atas nama pemilik dengan mendelegasikan beberapa wewenang pembuatan keputusan kepada agen.

Suranta & Merdistusi (2009) menyatakan bahwa kepemilikan dan struktur pengendalian perusahaan dapat dijelaskan dengan dua titik pandang, yaitu : pendekatan keagenan dan pendekatan informasi *asimetri*. Pada satu sisi, penjelasan keagenan memahami struktur kepemilikan sebagai suatu instrumen yang dapat mengurangi konflik kepentingan di antara pemilik utama perusahaan. Di sisi lain, pendekatan informasi *asimetri* memahami struktur kepemilikan sebagai cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insiders* dengan *outsiders*, dengan melalui pengungkapan informasi di pasar modal.

### a. Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*)

Investor lembaga berbeda dengan investor individual yang tidak begitu mencampuri urusan intern perusahaan yang mempunyai saham. Investor lembaga akan mencoba untuk mempengaruhi manajemen perusahaan dalam mengelola urusan *intern* perusahaan dikarenakan investor lembaga mempunyai kepemilikan yang agak besar dalam

perusahaan. Mereka takut apabila manajemen perusahaan tidak mampu mengelola perusahaan dengan baik maka akan berakibat buruk pada saham dimana terdapat investasi mereka yang besar. Apabila lembaga mempunyai persentase kepemilikan saham yang besar, mereka pasti akan lebih intensif dalam mempengaruhi manajemen intern perusahaan dikarenakan mereka mempunyai kepemilikan yang lebih besar.

Kepemilikan *institusional* merupakan persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh investor *institusional* baik LSM, asuransi, bank, pemerintah (BUMN), maupun perusahaan swasta (Faisal, 2003). Menurut Suranta & Merdistusi (2009) menyatakan bahwa kepemilikan *institusional* merupakan persentase saham yang dimiliki oleh pihak institusi perusahaan pada akhir tahun. Menurut Faisal (2003) kepemilikan *institusional* umumnya bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan, dengan kepemilikan institusi yang besar (lebih dari 5%) mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor manajemen lebih besar artinya semakin besar kepemilikan insitusi maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan sehingga dapta mencegah tindakan pemborosan yang dilakukan manajemen dan pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

#### **b. Kepemilikan Manajerial (*Managerial Ownership*)**

Suranta & Merdistusi (2009) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen (direktur dan komisaris) yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan

perusahaan. Menurut Sujoko & Soebiantoro (2007) kepemilikan saham manajerial merupakan kepemilikan saham terbesar oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki manajemen. Moh'd *et al.* (1998) menyatakan bahwa semakin besar kepemilikan manajerial, maka akan mensejajarkan kepentingan antara manajer dan pemilik perusahaan sehingga manajer akan lebih berhati-hati dalam tindakan dan pengambilan keputusan karena mereka akan ikut menanggung konsekuensi dari tindakan yang dilakukan. Secara matematis nilai kepemilikan manajerial dihitung dari persentase yang dimiliki oleh direksi dan komisaris.

### **3. Keputusan Investasi (*Investment Decisions*)**

Perusahaan memerlukan investasi untuk memperlancar proses pencapaian tujuan perusahaan. Keputusan investasi merupakan keputusan yang dikeluarkan perusahaan untuk mengeluarkan dana pada masa sekarang dengan harapan untuk menghasilkan dana yang lebih besar di masa yang akan datang. Keputusan investasi sangat penting karena akan mempengaruhi keberhasilan pencapaian tujuan perusahaan dan merupakan nilai inti dari seluruh analisis keuangan. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi dan pengeluaran *discretionary* di masa yang akan datang, oleh karena itu dengan meningkatnya investasi maka nilai perusahaan juga akan meningkat.

Keputusan investasi meliputi investasi pada aktiva jangka pendek (aktiva lancar) dan aktiva jangka panjang (aktiva tetap). Aktiva jangka pendek biasanya didefinisikan sebagai aktiva dengan jangka waktu kurang dari satu tahun atau kurang dari satu siklus bisnis, dalam hal ini dana yang diinvestasikan pada aktiva jangka pendek diharapkan akan diterima kembali dalam waktu dekat atau kurang dari satu tahun dan diterima sekaligus. Tujuan perusahaan berinvestasi pada aktiva jangka pendek adalah untuk digunakan sebagai modal kerja atau operasional perusahaan. Contoh aktiva jangka pendek adalah persediaan, piutang, dan kas sedangkan aktiva jangka panjang didefinisikan sebagai aktiva dengan jangka waktu lebih dari satu tahun, dalam hal ini dana yang ditanamkan pada aktiva jangka panjang akan diterima kembali dalam waktu lebih dari satu tahun dan kembalinya secara bertahap. Tujuan perusahaan berinvestasi pada aktiva jangka panjang adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Keputusan investasi tidak dapat diamati secara langsung oleh pihak luar. Dalam hubungannya dengan investasi maka muncul istilah *Investment Opportunity Set (IOS)* yang diperkenalkan oleh Myers (1977) yang menjelaskan pengertian perusahaan sebagai satu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi atau pemilihan investasi di masa yang akan datang (*growth option*). Keduanya akan sangat menentukan keputusan pendanaan dan nilai perusahaan di masa yang akan datang. Perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar, memiliki alternatif-

alternatif investasi dengan *Net Present Value* (NPV) positif. Nilai perusahaan akan sangat ditentukan oleh pemanfaatan peluang investasi tersebut atau tidak. IOS memberi petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan dimasa yang akan datang.

Menurut Gaver dan Gaver (1993), IOS merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran - pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, di mana pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar. Dari pendapat ini sejalan dengan Smith & Watts (1992), bahwa komponen nilai perusahaan merupakan hasil dari pilihan-pilihan untuk membuat investasi di masa yang akan datang merupakan IOS. Dari definisi di atas, terdapat dua pengertian mengenai IOS. Satu pendapat mengatakan bahwa IOS merupakan keputusan investasi yang dilakukan perusahaan untuk menghasilkan nilai dan di lain pihak IOS didefinisikan sebagai nilai perusahaan yang nilainya di proksi melalui IOS.

IOS tidak dapat diobservasi secara langsung (laten), sehingga dalam perhitungannya menggunakan proksi (Kallapur & Trombley, 1999). Kallapur & Trombley (1999) mengklasifikasikan tiga *proxy* IOS yaitu sebagai berikut :

- a. Proksi IOS berbasis harga (*price based proxies*) mendasarkan pada perbedaan antara asset dan nilai pasar saham. Jadi proksi ini sangat tergantung pada harga saham. Proksi ini mendasarkan

pada suatu ide yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dengan harga- harga saham, selanjutnya perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif dari aktiva-aktiva yang dimiliki (*assets in place*).

- b. Proksi IOS berbasis investasi (*investment based proxies*) menunjukkan tingkat aktivitas investasi yang tinggi secara positif berhubungan dengan IOS perusahaan (Kallapur & Trombley, 1999). Perusahaan dengan IOS tinggi akan memiliki investasi yang tinggi. Selanjutnya ditemukan bahwa aktivitas investasi modal yang diukur dengan *ratio capital expenditures to assets* sebagai proksi IOS mempunyai hubungan positif dengan realisasi pertumbuhan.
- c. Proksi IOS berbasis varian (*variance measure*), mendasarkan pada ide pilihan akan menjadi lebih bernilai sebagai variabilitas dari return dengan dasar pada peningkatan *asset*.

Dalam penelitian ini rasio yang diuji adalah 1) *Market to Book Value of Asset* (MVA/BVA), dengan dasar pemikiran bahwa prospek pertumbuhan perusahaan terefleksi dalam harga saham Kallapur & Trombley (1999), 2) *Market to Book Value of Equity* (MVE/BVE) yaitu pasar menilai perusahaan bertumbuh lebih besar dari nilai bukunya (Gaver dan Gaver, 1993), dengan dasar pemikiran bahwa MVE/BVE mencerminkan pasar menilai *return* dari investasi perusahaan dimasa depan dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya (Smith & Watts, 1992);

3) *Ratio of Property, Plant, and Equipment to Dividend policy (PPE/BVA)*, dengan dasar pemikiran bahwa rasio PPE mengindikasikan adanya investasi aktiva tetap yang produktif. Komposisi PPE yang besar pada struktur aktiva menunjukkan adanya pertumbuhan perusahaan di masa depan (Kentris dan Yusuf, 2005).

#### **4. Keputusan Pendanaan (*Financing Decisions*)**

Keputusan pendanaan dapat diartikan sebagai keputusan yang menyangkut struktur keuangan (*financial structure*). Struktur keuangan perusahaan merupakan komposisi dari keputusan pendanaan yang meliputi hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Struktur keuangan perusahaan sering kali berubah akibat investasi yang akan dilakukan perusahaan. Oleh karena itu besar kecilnya investasi yang akan dilakukan perusahaan akan berpengaruh pada komposisi (struktur) pendanaan perusahaan. Setiap perusahaan akan mengharapkan adanya struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan dan meminimalkan biaya modal.

Menurut Darminto (2008) keputusan pendanaan (*financing decision*) menyangkut komposisi pendanaan berupa ekuitas pemilik (*owner's fund*), kewajiban jangka panjang (*long term loans*) dan kewajiban jangka pendek atau kewajiban lanear (*current liabilities*). Sumber modal dapat berasal dari pinjaman jangka panjang, menambah modal sendiri yang berasal laba ditahan maupun dengan emisi saham. Menurut

Brigham dan Houston (2001), peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar.

Miller & Modigliani (1961) menyatakan bahwa struktur modal tidak relevan dalam penentuan nilai perusahaan. Manajer tidak dapat mengubah nilai perusahaan melalui manipulasi struktur modal. Unsur yang relevan dalam penentuan nilai perusahaan adalah jumlah dan risiko arus kas investasi dan aktivitas operasi perusahaan. Teori struktur modal oleh MM ini dipandang kurang realistis karena sesungguhnya manajer dapat mengubah nilai perusahaan melalui struktur modal melalui pendanaan atau ekuitas.

Dua teori struktur modal modern, *trade off hypothesis* dan *pecking order hypothesis*, menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

a. *Trade Off Hypotesis*

Berdasarkan *trade off hypothesis*, perusahaan tidak akan mencapai nilai yang optimal apabila semua pendanaan adalah utang atau tidak ada utang dalam struktur modal. Karena itu, perusahaan dapat menentukan target rasio utang (*debt ratio*) yang optimal dan berusaha melakukan substitusi utang ke ekuitas atau sebaliknya. Nilai perusahaan yang optimal adalah posisi struktur modal yang menunjukkan manfaat pajak atas tambahan setiap rupiah utang sama besarnya dengan kenaikan biaya

kebangkrutan atas penambahan rupiah tersebut (Jensen & Meckling, 1976).

Myers (1977) menyatakan bahwa dengan adanya asimetri informasi, emisi saham baru merupakan berita buruk (*bad news*) karena manajer termotivasi mengeluarkan saham hanya apabila saham perusahaan *over priced*. Bukti empiris telah menunjukkan bahwa pengumuman emisi saham baru menyebabkan harga saham turun secara tajam (Siregar, 2004).

Secara praktik, substitusi utang ke ekuitas atau sebaliknya tidaklah mudah dan melibatkan biaya transaksi yang mahal. Biaya transaksi dan pajak emisi saham baru bisa mencapai 50% dari dana yang baru diperoleh (Siregar, 2004). Karena adanya kelemahan *trade off hypothesis* ini, Myers (1977) mengenalkan proposisi tentang teori struktur modal yang sekarang dikenal dengan nama *pecking order hypothesis*.

#### b. *Pecking Order Hypotesis*

Manajer mempunyai informasi tentang perusahaan yang lebih baik dibanding investor. Adanya informasi yang tidak searah (*asymetric information*) ini mendorong manajer untuk mengambil keputusan berdasarkan preferensi mereka. Preferensi manajer dalam menentukan sumber pendanaan perusahaan ini disebut *pecking order theory*. Teori struktur modal *pecking order* oleh Brealey dan Myers (1977) mempertimbangkan persepsi investor dalam menentukan sumber dana yang digunakan perusahaan. Untuk menghindari persepsi negatif,

terdapat urutan prioritas berkaitan dengan aktivitas pendanaan perusahaan. Perusahaan lebih mengutamakan sumber-sumber dana internal terlebih dahulu (*laba ditahan/retained earning*), sebelum menggunakan sumber eksternal yaitu hutang dan ekuitas (pasar modal).

Urut-urutan pendanaan menurut *pecking order theory* adalah sebagai berikut (Breakley dan Myers, 2008):

1. Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal (*internal financing*).
2. Perusahaan menyesuaikan target *Devidend Payout Ratio* (DPR) terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan deviden secara drastis.
3. *Devidend Payout Ratio* (DPR) yang tidak dapat diprediksi atau “*sticky*” ditambah fluktuasi probabilitas dan peluang investasi yang tidak dapat diprediksi, yang berarti bahwa aliran kas internal melebihi kebutuhan investasi, namun terkadang kurang dari kebutuhan investasi.
4. Jika pendanaan eksternal diperlukan, pertama-tama perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu dimulai dengan penerbitan hutang, obligasi yang aman (*convertible bond*), alternatif yang paling akhir adalah saham.

Menurut hipotesis ini, hirarki pendanaan perusahaan mengutamakan dana internal daripada dana eksternal. Apabila dana internal tidak cukup, perusahaan lebih mengutamakan utang daripada saham emisi baru. Siregar (2004) menguraikan ada empat alasan mengapa perusahaan lebih menyukai utang daripada saham baru, yaitu :

1. Adanya manfaat pajak atas pembayaran bunga,
2. Biaya transaksi emisi utang lebih murah daripada emisi saham baru,
3. Lebih mudah mendapatkan pendanaan utang daripada pendanaan saham, dan
4. Kontrol manajemen lebih besar dengan adanya utang baru daripada dengan adanya saham baru.

Keputusan pendanaan dalam penelitian ini dikonfirmasi melalui dua rasio yaitu : 1) *Debt to Equity Ratio* (DER), dimana rasio ini menunjukkan perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui hutang dengan pendanaan melalui ekuitas. keputusan pendanaan yang menggunakan pendanaan melalui ekuitas lebih banyak daripada pendanaan melalui hutang karena dengan menggunakan pendanaan melalui ekuitas lebih banyak dapat meningkatkan nilai perusahaan (Wijaya dan Wibawa, 2010). 2) *Debt to Asset Ratio* (DAR) dimana rasio ini mengukur persentase dana yang disesuaikan oleh kreditur dalam membiayai aktiva perusahaan (Brigham dan Houston, 2001).

## **5. Kebijakan Deviden (*Dividend Policy*)**

### **a. Pengertian Kebijakan Deviden**

Kebijakan deviden merupakan bagian yang menyatu dengan keputusan pendanaan perusahaan. *Dividend Payout Ratio* (DPR) menentukan jumlah laba yang dapat ditahan sebagai sumber pendanaan. Semakin besar laba ditahan, maka semakin sedikit jumlah laba yang

dialokasikan untuk pembayaran deviden. Alokasi penentuan laba sebagai laba ditahan dan pembayaran deviden merupakan aspek utama dalam kebijakan deviden (Horne, 2002).

Brigham dan Houston (2001) mengatakan bahwa yang dinamakan kebijakan deviden yang optimal (*optimal dividend payout*) perusahaan adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan diantara deviden saat ini dan pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang yang memaksimalkan harga saham. Fabozzi (2003) mengatakan bahwa kebijakan deviden merupakan keputusan perusahaan yang berkaitan dengan pembayaran deviden tunai kepada pemegang saham.

#### **b. Pandangan terhadap Deviden**

##### 1) *Dividend Irrelevance Theory*

Pandangan ini disampaikan oleh Miller & Modigliani (1961) berpendapat bahwa kebijakan deviden adalah tidak relevan, karena deviden sama sekali tidak mempengaruhi nilai perusahaan atau biaya modal perusahaan. Nilai perusahaan tergantung pada kebijakan nilai investasi asetnya, bukan pada besarnya laba yang dibagikan sebagai deviden atau besarnya laba yang tidak dibagikan kepada pemegang saham. Oleh karena itu, tidak akan pernah ada kebijakan deviden yang optimal karena setiap pemegang saham dapat menciptakan kebijakan devidennya sendiri.

##### 2) *Bird in the Hand Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Gordon (1959) dan Litner (1956) yang

justeru mengatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan naik bila deviden dikurangi, karena investor lebih yakin terhadap penerimaan dari pembagian deviden daripada *capital gain* yang akan dihasilkan dari laba ditahan. Investor lebih menyukai pendapatan saat ini yang diterima dari deviden karena bersifat pasti, sedangkan *capital gain* lebih berisiko dan bersifat ekspektasi. Jadi dalam teori ini perusahaan disarankan untuk membagikan *dividend yield* yang tinggi untuk mengurangi biaya modal dan implikasinya akan meningkatkan kekayaan pemegang saham.

### 3) *Signalling Theory*

Wahyudi & Pawestri (2006) memperkenalkan model persinyalan dalam kebijakan deviden perusahaan. Mereka menyatakan bahwa perusahaan akan meningkatkan deviden perusahaan bila manajemen yakin bahwa prospek perusahaan di masa yang akan datang menguntungkan. Teori sinyal menjelaskan deviden mengandung informasi tentang prospek perusahaan (*information content of dividend*), artinya jika perusahaan membagikan deviden tinggi, maka ini merupakan sinyal positif akan prospek perusahaan yang baik sehingga investor akan tertarik untuk memiliki saham perusahaan, dan tentunya dengan pembagian deviden yang tinggi maka kemakmuran pemegang saham juga akan meningkat. Teori persinyalan menganggap bahwa informasi deviden dapat berarti *good news* bagi investor karena perusahaan mempunyai *free cash flow* dari hasil operasi usaha yang akan dibagikan dan deviden dapat digunakan sebagai mekanisme kontrol masalah keagenan untuk

mengurangi *free cash flow* yang digunakan oleh manajer.

#### 4) *Agency Theory*

Hubungan keagenan adalah perjanjian antar *parties* (pihak- pihak yang saling berhubungan : *principal dan agent*). *Principal* menugaskan *agent* untuk melakukan jasa tertentu atas nama *principal* dengan memberikan kuasa pengambilan keputusan kepada *agent*. Menurut Jensen & Meckling (1976) *agency cost* timbul dari perilaku *agent* dan *principal* yang ingin memaksimalkan kesejahteraannya masing- masing atau dengan kata lain mereka memiliki kepentingan tersendiri yang berbeda.

*Agency cost* merupakan teori yang sering digunakan untuk menjelaskan pembayaran *dividen* perusahaan. Megginson (1997) mengatakan bahwa *agency cost* terlalu sederhana dan kurang memiliki konsistensi internal dibandingkan *signalling theory*. Namun *agency cost* memberikan pemahaman yang rasional dan jelas mengenai mengapa *dividen* itu ada dan mempunyai pola *cross sectional* yang dapat diobservasi.

*Agency cost* akan muncul jika manajer sekaligus pemegang saham (*owner manager*) menjual sebagian sahamnya kepada investor luar atau *outside equity owners*. Kemungkinan dapat terjadi dimana *owner manager* berusaha memaksimalkan kekayaannya dengan mengorbankan *outside equity owner* (seperti menggunakan *free cash flow* perusahaan untuk investasi berlebihan). Sehingga *outside equity owners* akan melakukan

pengawasan ketat terhadap tindakan *owner manager*. Pembayaran *dividen* akan menjadi alat *monitoring* atau *bonding* kemampuan manajemen (Copeland, 1992).

#### 5) *Contracting Theory*

Smith & Watts (1992) menyarankan penggunaan *contracting theory* untuk menjelaskan hubungan antara teori keuangan, *dividen*, dan kebijakan kompensasi daripada menggunakan pendekatan pajak ataupun *signalling theory*. Alasannya, dalam melakukan investasi dan keputusan pemberian balas jasa, perusahaan menginvestasikan pada *physical* dan *human capital*. Ini berarti perusahaan melakukan pemilihan kebijakan investasi dalam suatu *opportunity set* (*investment opportunity set*).

Perusahaan yang mempunyai *growth option* yang lebih tinggi (misalnya mempunyai akses ke proyek- proyek dengan *net present value* positif atau proyek menguntungkan), akan mempunyai *leverage* yang lebih rendah (Smith & Watts, 1992), *dividend yield* yang lebih rendah (Rozeff, 1982a). Selain itu, perusahaan yang besar akan mempunyai *dividend yield* dan kompensasi untuk eksekutif yang lebih tinggi (Sukmawati, 2000).

*Contracting theory* menganggap bahwa pembagian *dividen* yang tinggi merupakan *bad news* bagi perusahaan karena menunjukkan ketidakmampuan manajemen melakukan reinvestasi atas adanya *free cash flow* perusahaan.

Keputusan kebijakan *dividen* adalah keputusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai *dividen* daripada

ditahan untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan (Brigham dan Houston, 2001). Kebijakan deviden dalam penelitian ini dikonfirmasi melalui dua proksi yaitu *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan *Dividend Yield Ratio* (DYR). Menurut Brigham dan Houston (2001), rasio pembayaran deviden adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas. DPR merupakan perbandingan antara deviden per lembar saham (DPS) dengan laba per lembar saham (EPS). DPS menggambarkan jumlah deviden yang dibagikan perusahaan kepada pemegang saham untuk setiap saham yang diterbitkan oleh perusahaan sedangkan DYR yaitu perbandingan deviden per lembar saham yang dibagikan dengan harga pasar saham.

## **6. Nilai Perusahaan (*Firm Value*)**

Kondisi baik atau buruknya suatu perusahaan dapat dilihat melalui harga atau nilai sahamnya. Perusahaan yang memiliki kinerja baik, cenderung mempunyai harga saham yang lebih stabil atau bahkan mengalami peningkatan. Oleh karena itu, memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin dari harga sahamnya merupakan tujuan utama dari manajemen keuangan (Weston dan Bringham, 2001).

Pengertian nilai perusahaan menurut Husnan dan Pudjiastuti (2002) menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual, semakin tinggi nilai perusahaan semakin besar kemakmuran yang akan

diterima oleh pemilik perusahaan. Sedangkan pengertian nilai perusahaan menurut Sartono (2001) menyatakan bahwa nilai perusahaan adalah nilai jual sebuah perusahaan sebagai suatu bisnis yang sedang beroperasi.

Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan direpresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi, kebijakan dividen, dan keputusan pendanaan.

Menurut Fama (1978) menyatakan bahwa nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Bagi perusahaan yang menjual sahamnya kepada masyarakat (*go public*) indikator nilai perusahaan adalah harga saham yang diperjual belikan tersebut. Jika harga saham meningkat, maka kita dapat mengatakan bahwa keputusan manajer keuangan benar. Oleh karena itu, rahasia keberhasilan dalam manajemen keuangan adalah peningkatan nilai. Jika harga saham meningkat, maka kemakmuran pemegang saham akan meningkat pula.

Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga akan meningkatkan harga saham. Peningkatan harga saham mencerminkan nilai perusahaan yang meningkat.

Nilai perusahaan atau harga saham dipengaruhi oleh beberapa faktor, antara lain yaitu :

a. Proyeksi Laba

Investor pada umumnya melakukan investasi pada perusahaan yang mempunyai *profit* atau laba cukup baik dan mempunyai prospek yang cukup cerah di masa datang, maka investor mau melakukan investasi pada perusahaan tersebut sehingga akan mempengaruhi harga saham perusahaan.

b. *Earning Per Share*

Sebagai seorang investor yang melakukan investasi pada perusahaan, akan menerima laba atas saham yang dimiliki. Semakin tinggi laba per saham yang diberikan oleh perusahaan, maka tingkat pengembalian pun akan cukup baik sehingga mendorong investor melakukan investasi yang lebih besar lagi, yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

c. Tingkat Resiko Pengembalian

Apabila tingkat resiko dan proyeksi laba yang diharapkan perusahaan tinggi, juga akan mempengaruhi harga saham perusahaan. Biasanya semakin tinggi resiko, maka tingkat pengembalian yang diharapkan investor pun akan semakin besar.

d. Kebijakan Pembagian Deviden

Perusahaan dalam mengalokasikan laba usahanya memiliki dua alternatif, yaitu apakah laba akan dibagikan dalam bentuk deviden

kepada para pemegang saham atau laba akan ditahan untuk membiayai investasi mendatang. Disinilah perusahaan dituntut untuk dapat membuat kebijakan deviden yang tepat.

Sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi harga saham, peningkatan pembagian deviden merupakan salah satu cara untuk meningkatkan kepercayaan para pemegang saham. Pembayaran deviden yang meningkat akan memberikan sinyal membaiknya kinerja perusahaan dan menginformasikan kepada para pemegang saham bahwa perusahaan yakin akan arus kas yang cukup besar pada masa yang akan datang untuk menanggung tingkat deviden yang tinggi. Karena itu informasi tentang kebijakan deviden dapat mempengaruhi harga saham.

Ada empat jenis nilai yang berhubungan dengan saham yaitu nilai nominal, nilai buku (*book value*), nilai pasar (*market value*), dan nilai intrinsik (*intrinsic value*). Nilai nominal adalah nilai perlembar saham yang berkaitan dengan hukum. Nilai buku adalah nilai saham menurut pembukuan perusahaan. Nilai pasar adalah harga saham di bursa efek. Nilai intrinsik adalah nilai sebenarnya dari saham. Investor perlu mengetahui dan memahami keempat nilai tersebut sebagai informasi penting dalam pengambilan keputusan investasi saham.

Nilai perusahaan sering diproksikan dengan *Price to Book Value* (PBV). PBV dapat diartikan sebagai hasil perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham. Menurut Ang (2000) secara sederhana menyatakan bahwa PBV merupakan rasio pasar yang

digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya.

Keberadaan PBV sangat penting bagi investor untuk menentukan strategi investasi di pasar modal karena melalui PBV, investor dapat memprediksi saham-saham yang *overvalued* atau *undervalued* (Ahmed, 2002). PBV menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya memiliki rasio PBV di atas satu, yang mencerminkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya. PBV yang tinggi mencerminkan tingkat kemakmuran para pemegang saham, di mana kemakmuran bagi pemegang saham merupakan tujuan utama dari perusahaan (Weston dan Brigham, 2001).

*Price Earning Ratio* (PER) yaitu rasio yang mengukur seberapa besar perbandingan antara harga saham perusahaan dengan keuntungan yang diperoleh para pemegang saham (Bahagia, 2008). *Price Earning Ratio* (PER) adalah fungsi dari perubahan kemampuan laba yang diharapkan di masa yang akan datang. Semakin besar *Price Earning Ratio* (PER), maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan untuk tumbuh sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

## **7. Sustainable Competitive Advantage (SCA)**

Teori keunggulan kompetitif (*competitive advantage*) atau dikenal juga dengan keunggulan bersaing ialah kemampuan yang diperoleh

sebuah perusahaan melalui karakteristik dan sumber daya yang dimiliki untuk dapat memiliki kinerja lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan lain yang ada pada industri dan pasar yang sama. Porter (1980) mengatakan bahwa "*Keunggulan kompetitif adalah jantung dari kinerja perusahaan dalam pasar yang kompetitif ... Keunggulan kompetitif adalah tentang bagaimana sebuah perusahaan benar-benar menempatkan strategi-strategi generik ke dalam praktik.*"

Era globalisasi membawa dampak kepada semakin meluasnya persaingan di pasar global dan juga sebagai contoh teori permintaan. Hal ini, tentu menimbulkan persaingan yang ketat bagi para pelaku pasar di sektor ekonomi. Dalam hal ini, tentunya dibutuhkan nilai jual lebih agar tentunya dapat merebut perhatian dari pasar internasional. Dalam hal ini, Porter menyatakan bahwa salah satu cara untuk memenangkan persaingan tersebut adalah dengan memiliki keunggulan kompetitif. Pendapat ini semakin dikuatkan oleh pendapat Day & Wensley (1988), keunggulan kompetitif yang berkelanjutan merupakan salah satu bentuk dari strategi bagi para aktor ekonomi untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya.

Barney (1991) mengembangkan konsep *Resource Based View* (RBV) yang memiliki peran penting bagi manajemen strategik. Konsep tersebut menyatakan bahwa organisasi akan mencapai keunggulan bersaing berkelanjutan apabila memiliki sumberdaya yang bernilai, unik, langka dan sulit ditiru. *Resource Based View* (RBV) menekankan pada

faktor internal organisasi dan mengkritik pendekatan *industrial organization* yang menekankan pada faktor eksternal organisasi. Berdasarkan *Resource Based View* (RBV), organisasi dapat menentukan strategi yang akan dilakukannya sesuai dengan kapabilitas organisasi.

Perspektif *Resource Based View* (RBV) menjawab berbagai fenomena terkait mengapa banyak perusahaan memiliki kinerja yang berbeda-beda. RBV menjelaskan bahwa setiap perusahaan memiliki sumberdaya yang berbeda-beda sehingga kinerja yang dihasilkan pun berbeda pula. Jadi, *Resource Based View* (RBV) beranggapan bahwa sumber keunggulan bersaing berasal dari internal perusahaan.

Barney (1991) menyatakan bahwa keunggulan bersaing berkelanjutan tidak akan bisa dicapai perusahaan bila sumberdaya bisa didistribusikan ke berbagai perusahaan dan memiliki mobilitas tinggi dalam satu industri atau kelompok strategik. Pelaksanaan strategi membutuhkan sumberdaya tertentu. Berdasarkan asumsi homogenitas, berarti semua perusahaan dalam satu industri memiliki sumberdaya yang sama. Artinya, perusahaan dapat melakukan strategi yang sama, sehingga dalam kondisi seperti ini perusahaan tidak akan mencapai keunggulan bersaing berkelanjutan karena semua perusahaan akan mencapai kinerja yang sama pula.

Substansi utama *Resource Based View* (RBV) adalah sumberdaya yang mampu menghasilkan keunggulan bersaing berkelanjutan yaitu sumberdaya yang bernilai, langka atau unik, sulit untuk ditiru, dan tidak

ada substitusinya. Sumberdaya perusahaan dinyatakan bernilai ketika sumberdaya tersebut digunakan untuk implementasi strategi hingga dapat menghasilkan keefektifan dan efisiensi. Sumberdaya dikatakan langka apabila sumberdaya tersebut tidak dimiliki oleh perusahaan lain terutama perusahaan pesaingnya. Dengan sumberdaya yang dimiliki tersebut perusahaan dapat mengimplementasikan strateginya, dan pesaing tidak akan mampu melakukan hal yang sama, karena tidak memiliki sumberdaya untuk mengimplementasikan strategi. Hal ini menunjukkan bahwa sumberdaya yang langka dan bernilai akan menjadi sumber keunggulan bersaing berkelanjutan bila perusahaan pesaing yang tidak memiliki sumberdaya tersebut tidak mampu memperoleh sumberdaya itu. Artinya, perusahaan pesaing tidak dapat meniru strategi yang dilakukan dan tidak dapat mengimitasi sumberdaya yang dibutuhkan untuk pelaksanaan strategi tersebut.

Terdapat tiga faktor utama yang menjadikan perusahaan memiliki sumberdaya yang sulit diimitasi yaitu kondisi sejarah yang unik, ambiguitas kausal, dan sistem sosial yang kompleks. Selain bernilai, langka, dan sulit ditiru, sumberdaya yang menghasilkan keunggulan bersaing berkelanjutan juga harus memiliki karakteristik yang tidak ada penggantinya yang berarti bahwa pesaing tidak memiliki sumberdaya yang ekuivalen sebagai pengganti dalam mengimplementasikan strateginya. Meskipun perusahaan memiliki sumberdaya yang bernilai, unik dan sulit ditiru, tetapi bila pesaing memiliki pengganti yang ekuivalen,

maka sumberdaya itu tidak lagi menjadi sumber keunggulan bersaing berkelanjutan.

Penjelasan tentang VRIN dikemukakan oleh Rebeiro *et al.*, (2010) sebagai berikut :

a. Bernilai (*Valueable*)

Sumber daya akan menjadi berharga jika dapat memberikan nilai strategis pada perusahaan. Sumber daya memberikan nilai jika sumber daya tersebut membantu perusahaan dalam mengeksploitasi peluang pasar atau membantu mengurangi ancaman (*threats*) pasar. Tidak ada keuntungan memiliki sumber daya jika sumber daya tersebut tidak menambah atau menaikkan nilai pasar.

b. Langka (*Rare*)

Sumber daya harus sulit ditemukan diantara para pesaing yang ada maupun pesaing potensial. Oleh karena itu, sumber daya harus langka atau unik agar memberikan keunggulan kompetitif. Sumber daya yang dimiliki oleh beberapa perusahaan di pasar tidak dapat memberikan keunggulan kompetitif, karena mereka tidak dapat mendesain dan melaksanakan strategi bisnis yang unik dibandingkan dengan kompetitor yang lain.

c. Sulit Ditiru (*Imperfect Imitability*)

*Imperfect Imitability* dapat berarti tidak dimungkinkannya untuk memperbanyak atau membuat imitasi sumber daya tersebut. Hambatan-hambatannya dapat bermacam-macam, seperti: kesulitan mengakuisisi

sumber daya tersebut, hubungan yang tidak jelas antara kemampuan dengan keunggulan kompetitif, dan kompleksitas sumber dayanya. Sumber daya dapat menjadi sumber keunggulan kompetitif yang berkelanjutan jika perusahaan yang tidak memiliki sumber daya ini tidak dapat memiliki sumber daya tersebut.

d. Tidak Ada Pengganti (*Non-Substitution*)

Non-substitusi berarti bahwa sumber daya tidak dapat disubstitusikan oleh sumber daya alternatif lainnya. Disini, para pesaing tidak dapat mencapai kinerja yang sama dengan menggantikan sumber daya dengan sumber daya alternatif lainnya.

*Resources based theory* membantu perusahaan memahami mengapa kompetensi dapat dianggap sebagai aset perusahaan yang paling penting dan, pada saat yang bersamaan, untuk memahami bagaimana aset tersebut dapat digunakan untuk meningkatkan kinerja bisnis perusahaan (Madhani, 2009). Menurut *resources based theory*, sumber daya dapat secara umum didefinisikan memasukkan aset, proses organisasi, atribut perusahaan, informasi, atau pengetahuan yang dikendalikan oleh perusahaan yang dapat digunakan menyusun dan menerapkan strategi mereka (Daft, 1982; Barney, 1991; dalam Madhani, 2009).

Beberapa peneliti telah mengklasifikasikan sumber daya perusahaan sebagai sumber daya yang berwujud dan tidak berwujud. Barney (1991) mengategorikan tiga jenis sumber daya:

- a. Modal sumber daya fisik (teknologi, pabrik dan peralatan)
- b. Modal sumber daya manusia (pelatihan, pengalaman, dan wawasan),  
dan
- c. Modal sumber daya organisasi (struktur formal).

Menurut *resources based theory*, *intellectual capital* memenuhi kriteria sebagai sumber daya unik yang mampu menciptakan keunggulan kompetitif perusahaan sehingga dapat menciptakan *value* bagi perusahaan. Dari penjelasan *resources based theory* di atas, *intellectual capital* merupakan sumber daya yang dimiliki perusahaan, memberikan keunggulan kompetitif bagi perusahaan dan digunakan untuk menyusun dan menerapkan strategi perusahaan sehingga meningkatkan kinerja perusahaan menjadi semakin baik.

*Intellectual capital* terdiri dari tiga elemen utama (Stewart 1998, Sveiby 1997, Sait-Ornge 1996, Bontis 2000 dalam Sawarjuwono dan Kadir, 2003), yaitu:

- a. *Human Capital* (modal Manusia)

*Human capital* merupakan *lifeblood* dalam modal intelektual. Di sinilah sumber *innovation* dan *improvement*, tetapi merupakan komponen yang sulit untuk diukur. *Human capital* juga merupakan tempat bersumbernya pengetahuan yang sangat berguna, keterampilan, dan kompetensi dalam suatu organisasi atau perusahaan. *Human capital* mencerminkan kemampuan kolektif perusahaan untuk menghasilkan solusi terbaik berdasarkan pengetahuan yang dimiliki oleh orang-orang

yang ada dalam perusahaan tersebut. *Human capital* akan meningkat jika perusahaan mampu menggunakan pengetahuan yang dimiliki oleh karyawannya.

b. *Structural Capital/ Organizational Capital* (Modal Organisasi)

*Structural capital* merupakan kemampuan organisasi atau perusahaan dalam memenuhi proses rutinitas perusahaan dan strukturnya yang mendukung usaha karyawan untuk menghasilkan kinerja intelektual yang optimal serta kinerja bisnis secara keseluruhan, misalnya sistem operasional perusahaan, proses *manufacturing*, budaya organisasi, filosofi manajemen dan semua bentuk *intellectual property* yang dimiliki perusahaan. Seorang individu dapat memiliki tindakan intelektual yang tinggi, tetapi jika organisasi memiliki sistem dan prosedur yang buruk maka *intellectual capital* tidak dapat mencapai kinerja secara optimal dan potensi yang ada tidak dapat dimanfaatkan secara maksimal.

c. *Customer Capital/ Relational Capital* (Modal Pelanggan)

Elemen ini merupakan komponen modal intelektual yang memberikan nilai secara nyata. *Relational capital* merupakan hubungan yang harmonis (*association network*) yang dimiliki oleh perusahaan dengan para mitranya, baik yang berasal dari para pemasok yang andal dan berkualitas, berasal dari pelanggan yang loyal dan merasa puas akan pelayanan perusahaan yang bersangkutan, berasal dari hubungan perusahaan dengan pemerintah maupun dengan masyarakat sekitar.

*Relational* dapat muncul dari berbagai bagian diluar lingkungan perusahaan yang dapat menambah nilai bagi perusahaan tersebut.

Model VAIC dikembangkan oleh Pulic (1998), didesain untuk menyajikan informasi tentang *value creation efficiency* dari aset berwujud (*tangible assets*) dan aset tidak berwujud (*intangible assets*) yang dimiliki perusahaan. Model ini dimulai dengan kemampuan perusahaan untuk menciptakan *Value Added (VA)*. *Value added* adalah indikator yang paling objektif untuk menilai keberhasilan bisnis dan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai (*value creation*) (Pulic, 1998).

Metode VAIC cenderung mudah untuk dihitung dan diukur karena sumber informasinya bisa didapatkan melalui laporan keuangan perusahaan. Metode pengukuran *intellectual capital* ini dapat dimulai dari kemampuan perusahaan untuk memperoleh *Value Added (VA)*. *Value Added (VA)* merupakan indikator yang objektif untuk melakukan penilaian terhadap keberhasilan bisnis suatu perusahaan. Dengan kata lain, seberapa besar rasio kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai bisnis (*value creation*) (Stahle *et al.*, 2011).

Rumus dan cara menghitung *Value Added (VA)* yaitu sebagai berikut :

$$\mathbf{VA = OUT - IN}$$

*Output (OUT)* dapat diukur dengan melihat pendapatan (*revenue*) perusahaan termasuk di dalamnya produk dan jasa yang ditransaksikan (dijual) di pasar. Sedangkan *Input (IN)* dapat diukur dengan melihat beban

(*cost*) perusahaan yang digunakan untuk memperoleh *revenue*. Meskipun begitu, tidak semua biaya bisa dimasukkan ke dalam *Input* (IN). Ada biaya/beban yang tidak dapat dimasukkan ke dalam IN, yaitu beban karyawan (*labour expenses*). Menurut Pulic (1998), itu disebabkan karena karyawan atau tenaga kerja dibutuhkan perannya dalam proses penciptaan nilai (*value creation*). Oleh karena itulah *labours* tidak diperlakukan sebagai beban/biaya, tetapi diperlakukan sebagai entitas untuk menciptakan nilai (*value creating entity*).

Cara menghitung dan rumus *Intellectual Capital* (IC) menurut Stahle *et al.* (2011) yaitu sebagai berikut:

**a. Value Added of Capital Employed (VACA)**

VACA merupakan suatu bentuk ikatan yang baik antara perusahaan dengan mitra bisnis. Menurut Pulic (1998), jika *i* unit dari CE mampu memperoleh *higher return* dari perusahaan lain, maka itu menandakan perusahaan sangat baik dalam memaksimalkan CE yang dimilikinya. Rumus dan cara menghitung *intellectual capital* VACA yaitu sebagai berikut :

$$\text{VACA} = \text{Value Added (VA)} / \text{Capital Employed (CE)}$$

**b. Value Added Human Capital (VAHU)**

VAHU mengindikasikan seberapa besar kuantitas VA yang dihasilkan melalui dana/biaya yang dikeluarkan untuk karyawan. Hubungan atau korelasi antara VA dan HC menunjukkan kemampuan HC dalam menciptakan *value* di dalam perusahaan. Rumus dan cara

menghitung *intellectual capital* VAHU yaitu sebagai berikut :

$$\mathbf{VAHU = Value Added (VA) / Human Capital (HC)}$$

**c. Structural Capital Value Added (STVA)**

STVA menunjukkan seberapa besar kontribusi SC dalam menghasilkan *value creation*. STVA mengukur seberapa banyak SC yang diperlukan untuk menghasilkan Rp 1 dari VA. Dengan begitu, ini bisa dijadikan sebagai alat ukur keberhasilan SC dalam penciptaan nilai. Rumus dan cara menghitung *intellectual capital* STVA yaitu sebagai berikut :

$$\mathbf{STVA = Structural Capital (SC) / Value Added (VA)}$$

**d. Value Added Intellectual Coefficient (VAIC)**

Setelah mendapatkan nilai dari VACA, VAHU, dan STVA, selanjutnya menghitung rasio VAIC atau kemampuan intelektual perusahaan. Caranya yaitu dengan menjumlahkan koefisien-koefisien yang sudah dihitung sebelumnya, yaitu VACA, VAHU, dan STVA. Rumus dan cara menghitung *intellectual capital* VAIC yaitu sebagai berikut :

$$\mathbf{VAIC = VACA + VAHU + STVA}$$

VAIC mengukur seberapa banyak kuantitas nilai baru yang berhasil diciptakan dari masing-masing unit dalam sumber daya. Semakin tinggi nilai VAIC, maka semakin tinggi pula nilai tambah (*value added*) yang diperoleh.

## B. Tinjauan Empiris

Terdapat beberapa penelitian terdahulu yang berkaitan dengan implikasi *ownership structure* terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dengan *financial decision* dan *dividend policy* sebagai variabel *intervening*. Adapun penelitian-penelitian terdahulu tersebut antara lain :

1. Untung Wahyudi dan Hartini Prasetyaning Pawestri (2006). Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel *Intervening*. Penelitian ini menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel *intervening*. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang tidak termasuk dalam kategori industri perbankan, lembaga perkreditan, keamanan, dan asuransi, untuk periode pengamatan tahun 2003 dan 2002 sebagai pembanding. Sampel terdiri dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Data dikumpulkan melalui *purposive sampling*, dan metode statistik yang digunakan adalah analisis jalur. Hasil pemeriksaan empiris menggunakan analisis jalur memberikan hasil sebagai berikut: (1) Kepemilikan manajemen memiliki pengaruh pada keputusan investasi dan keputusan pendanaan tetapi tidak berpengaruh terhadap kebijakan deviden. (2) Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan dan nilai perusahaan. (3) Keputusan pendanaan

berpengaruh terhadap nilai perusahaan, tetapi keputusan investasi dan kebijakan *dividen* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

(4) Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh langsung dan tidak langsung terhadap nilai perusahaan dengan keputusan pendanaan sebagai *variabel intervening*.

2. Abukosim, Mukhtaruddin, Ika Sasti Ferina dan Claudya Nurcahaya (2014). Struktur Kepemilikan dan Nilai Perusahaan: Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi pengaruh struktur kepemilikan (*manajerial, institusional, asing, dan pusat*) pada harga untuk buku nilai (PBV). Pemahaman tentang struktur kepemilikan penting untuk kontrol operasi perusahaan. Penelitian ini menggunakan data sekunder, itu didasarkan pada laporan keuangan tahunan Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009 - 2011. Teknik *purposive sampling* diterapkan, dan 32 perusahaan yang terpilih sebagai sampel. Data dianalisis dengan menggunakan regresi linier berganda dan statistik deskriptif. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan: (1) Kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, (2) Kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, (3) Kepemilikan asing memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, (4) kepemilikan terkonsentrasi tidak memiliki pengaruh positif terhadap

nilai perusahaan. Penelitian ini terbatas hanya struktur kepemilikan sebagai faktor pengaruh nilai perusahaan.

3. Eddy Suranta dan Pratana Puspita Merdistusi (2009). Perataan laba, *Tobin Q*, Masalah Keagenan dan Kinerja Perusahaan. Penelitian ini memiliki dua tujuan utama yang didasarkan pada teori keagenan. Pertama, untuk menguji pengaruh kinerja keuangan, risiko keuangan, risiko pasar, kepemilikan manajerial, kepemilikan publik dan nilai perusahaan terhadap perataan laba. Kedua, untuk menguji pengaruh kinerja keuangan, risiko keuangan, risiko pasar, kepemilikan manajerial, kepemilikan publik dan perataan laba terhadap nilai perusahaan. Kinerja keuangan adalah *proxy* dengan *net profit margin*, *operating profit margin* dan *return on asset*. Nilai perusahaan adalah *proxy* oleh *Tobin Q*. Pengujian empiris untuk menerima atau menolak hipotesis nol regresi OLS. Dengan menggunakan penggabungan data, observasi yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari 147 perusahaan non keuangan. Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan merupakan faktor penting dalam praktek perataan laba dan nilai perusahaan. Dari tujuan pertama penelitian ini, hasil empiris menunjukkan bahwa perataan laba terjadi di perusahaan kecil, risiko keuangan yang tinggi, kepemilikan manajerial dan publik yang besar. Sedangkan hasil empiris dari kedua obyektif menunjukkan bahwa *net profit margin*, *operating profit margin*, risiko keuangan, dan perataan laba berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasilnya

menunjukkan kedua perataan laba dan nilai perusahaan ditentukan secara bersamaan. Hasil selanjutnya menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap perataan laba dan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ini keseluruhan kekuatan pasar dukungan hasil dan kubu hipotesis.

4. Aman Srivastava (2011). *Ownership structure and Corporate Performance: Evidence from India*. Penelitian ini bertujuan untuk menyelidiki apakah jenis kepemilikan mempengaruhi beberapa indikator akuntansi dan kinerja pasar utama dari perusahaan yang terdaftar. 98 perusahaan paling aktif terdaftar di BSE 100 indeks Bursa Efek Bombay India, yang merupakan bagian terbesar dari perdagangan, dipilih untuk merupakan sampel penelitian pada akhir 2009-2010. Temuan menunjukkan adanya struktur kepemilikan yang sangat terkonsentrasi di pasar India. Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa persentase kepemilikan tersebar pengaruh dimensi tertentu indikator kinerja akuntansi (yaitu ROA dan ROE) tetapi tidak indikator kinerja pasar saham (yaitu P/E dan rasio P/BV), yang menunjukkan bahwa mungkin ada yang lain faktor (ekonomi, politik, kontekstual) yang mempengaruhi kinerja perusahaan selain struktur kepemilikan.
5. Wenjuan Ruan, Gary Tian and Shiguang Ma (2011). *Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's*

*Civilian-run Firms*. Penelitian ini membahas pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kinerja perusahaan melalui pilihan modal struktur, menggunakan sampel dari Cina perusahaan *civilian-run* terdaftar di pasar saham Cina antara 2002 dan 2007. Hasil empiris menunjukkan hubungan *nonlinear* antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial mendorong struktur modal menjadi bentuk *nonlinear*, tetapi dalam arah yang berlawanan dengan efek kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hasil regresi simultan menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi struktur modal, yang pada gilirannya mempengaruhi nilai perusahaan. Temuan kami menyiratkan bahwa "konvergensi kepentingan" dan "kubu" efek manajer perilaku dalam hal kepemilikan manajerial juga dapat menjelaskan situasi lembaga yang relevan dari Cina perusahaan *civilian-run*.

6. M. Syamsul Rizal (2007). Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, *Devidend Payout Ratio* dan *Return On Asset* terhadap Struktur Modal (Studi Di Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2002-2005). Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, DPR dan ROA terhadap DER dikarenakan adanya permasalahan penelitian yaitu adanya *research* dari beberapa penelitian terdahulu yang dilakukan oleh: Agrawal dan Mandelkar, (1987); Moh'd et al. (1998); Chen dan Steiner, (1999); Kaaro, (2000); Sekar Mayangsari, (2001);

Wahidahwati, (2002); dan Fitrijanti dan Hartono, (2002). Teknik *sampling* yang digunakan adalah *purposive sampling* dan diperoleh jumlah sampel sebanyak 27 perusahaan dari 330 perusahaan. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan level of *significance* 5%. Dari hasil analisis menunjukkan bahwa data DPR secara parsial signifikan berpengaruh negatif terhadap DER pada *level of significance* kurang dari 5%, ROA secara parsial signifikan berpengaruh positif terhadap DER, namun *managerial ownership* dan *Institutional ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap DER dengan signifikansi lebih besar dari 5%. Sementara secara bersama-sama (*Managerial Ownership, Institutional Ownership, DPR dan ROA*) terbukti signifikan berpengaruh terhadap DER perusahaan yang *listed* di BEJ pada level kurang dari 5% yaitu sebesar 0,001%. Kemampuan prediksi dari keempat variabel tersebut terhadap DER sebesar 71,7% sebagaimana ditunjukkan oleh besarnya *R square* sebesar 71,7% sedangkan sisanya 28,3% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian.

7. Zuriawati Zakaria, Noorfaiz Purhanudin dan Yamuna Rani Palanimally (2014). *Ownership structure and firm performance: Evidence from malaysian trading and services sector*. Tujuan dari penelitian ini

adalah untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terkonsentrasi yaitu, manajerial, pemerintah dan asing pada kinerja perusahaan dari perdagangan dan jasa perusahaan yang terdaftar Malaysia. Penelitian ini dilakukan selama enam tahun (2005-2010). Hasil penelitian menunjukkan bahwa ketika perusahaan terkonsentrasi atau kepemilikan manajerial, dapat meningkatkan kinerja perusahaan, sementara terbalik terjadi di perusahaan kepemilikan pemerintah. Perdagangan dan jasa perusahaan yang tidak terpengaruh oleh struktur kepemilikan di bawah periode sebelum krisis. Efek signifikan hanya dapat dilihat pada perusahaan terkonsentrasi di bawah selama periode krisis dan pasca krisis dan untuk perusahaan-perusahaan kepemilikan asing pada periode pasca krisis.

8. Rano dan Pratana P. Midiastuty (2011). Struktur kepemilikan, Tata Kelola Perusahaan, Investasi dan Nilai Perusahaan : Suatu Pengujian Sistem Persamaan Simultan. Tujuan dalam penelitian ini adalah untuk membuktikan pengaruh analisis empiris tata kelola perusahaan yang baik dan struktur kepemilikan terhadap nilai dan investasi perusahaan. Tata kelola perusahaan yang baik digunakan dalam penelitian ini adalah komite audit dan *komisaris independen*, struktur kepemilikan terdiri dari kepemilikan *institusional*, *manajerial* dan asing. Sampel yang digunakan adalah non keuangan perusahaan di bursa Jakarta dan dengan metode *sampling purposive* dengan total observasi yaitu 32 perusahaan dan 96 observasi. Analisis empiris dengan dua tahap

*least square* menemukan bahwa komite audit dan *independen* komisaris dapat meningkatkan nilai perusahaan, tetapi *independen* komisaris tidak dapat mempertahankan *independensi* mereka terutama dalam pemantauan dan kebijakan investasi. Peningkatan kepemilikan manajerial hanya menurunkan nilai perusahaan dan meningkatkan peluang dari kubu. Investor institusi asing tidak dapat meningkatkan investasi perusahaan dan juga nilai perusahaan seperti yang diharapkan. Investor institusi asing memutuskan untuk berinvestasi hanya untuk perusahaan yang memiliki celah yang baik dalam jangka panjang dan jangka pendek, atau dengan kata lain kepemilikan institusi asing ditentukan oleh nilai perusahaan dan investasi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan dan kebijakan investasi yang ditentukan bersama. Di sisi lain investasi ditentukan oleh kepemilikan manajerial.

9. Imanda Firmantyas Putri dan Mohammad Nasir (2006). Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Deviden dalam Perspektif Teori Keagenan. Penelitian ini menganalisa hubungan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan deviden yang termasuk sebagai variabel strategis dalam pembuatan kebijakan perusahaan pasar Model Indonesia. Identifikasi dilakukan untuk menguji variabel ditentukan yang terkait dengan teori keagenan. *Investment*

*Opportunity Set* (IOS), aliran kas bebas, ukuran, laba, aset tetap, investasi dan nilai ekuitas digunakan sebagai variabel ditentukan (variabel eksogen). Penelitian ini difokuskan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta untuk periode 2000-2004. Metode pengumpulan data adalah metode penyatuan dan menghasilkan 166 observasi perusahaan. Metode statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah dua tahap regresi kuadrat terkecil untuk meminimalkan bias yang ada dalam menganalisis OLS. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel endogen memiliki hubungan saling ketergantungan. Hal ini terlihat dari *fit* dalam parameter pada setiap variabel.

10. Putu Anom Mahadwartha (2003). Prediktabilitas Kekuatan Kebijakan *Deviden* dan Kebijakan *Leverage* Untuk Kepemilikan Manajerial Di Indonesia : Perspektif Teori Keagenan. Penelitian ini merupakan pengembangan dari Mahadwartha (2002b) yang menggunakan model *Logit* untuk menguji kekuatan prediktabilitas kebijakan *leverage* dan kebijakan *deviden* manajerial kebijakan kepemilikan. *Leverage* dan variabel *deviden* yang digunakan sudah membagi kepentingan dalam pemegang saham dan pemegang saham luar. Penelitian ini juga menggunakan modifikasi pada variabel kepemilikan manajerial dengan memimpin satu tahun setelah ( $t + 1$ ), penambahan variabel kontrol (aktiva lancar) untuk meningkatkan model prediktabilitas. Periode penelitian dari tahun 1993 sampai 2001. Penelitian

menyatakan bahwa kebijakan *leverage* dan kebijakan *dividen* berpengaruh lebih tinggi kepemilikan manajerial dalam  $t + 1$  dari  $t$ . Hasilnya menunjukkan konsistensi mengenai kekuatan prediktabilitas kebijakan *leverage* dan kebijakan *dividen* dengan kepemilikan manajerial. Juga menunjukkan bahwa kekuatan prediktabilitas lebih tinggi dari Mahadwartha (2002b). Hubungan antara *leverage* dan *dividen* dengan kepemilikan manajerial negatif dengan besarnya lebih tinggi dari Mahadwartha (2002b). Hasil yang konsisten dengan prediksi badan *Theory*, bahwa ada substitusi antara kebijakan dalam ikatan dan mekanisme pemantauan untuk mengontrol konflik keagenan.

11. Darmono, Cipi Pahlevi dan Yanuar Bachtiar (2015). Perspektif Keputusan Investasi dan Kebijakan Dividen Terhadap Biaya Keagenan, Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. Tujuan perusahaan pada dasarnya adalah : (1) Memaksimalkan keuntungan yang berorientasi jangka pendek, dan (2) Memaksimalkan perusahaan dalam orientasi jangka panjang. Pandangan bahwa manajemen keuangan berusaha untuk menggabungkan keputusan investasi yang optimal, pembiayaan dan keputusan kebijakan *dividen* dan menggabungkan tiga yang akan memaksimalkan nilai perusahaan. Modal komposisi perusahaan di mana terdapat kepemilikan manajerial akan mempengaruhi keputusan pendanaan yang sangat sensitif terhadap isu lembaga (*agency theory*). Pada pandangan lain, masih

diperdebatkan di kalangan ahli bagaimana menyusun masalah keagenan dan komposisi *deviden*. Menurut Teori struktur modal, ada dua sumber dana keputusan kerangka teori yang mendasari adalah teori statis (*balancing / trade-off* teori) yang mencoba untuk menyeimbangkan modal sendiri dengan pihak luar modal dan teori *pecking order*, berdasarkan urutan pendanaan preferensi dengan risiko terkecil. Semua pendekatan ini sangat penting dalam konteks memaksimalkan nilai perusahaan.

12. Sujoko dan Ugy Soebiantoro (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, *Leverage*, Faktor Internal dan Faktor Eksternal Terhadap Nilai Perusahaan. Tujuan utama dari studi ini adalah untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan, *leverage*, faktor *ekstern*, dan faktor *intern* terhadap nilai perusahaan di Bursa Efek Jakarta. Tidak seperti pada permasalahan keagenan di pasar modal yang sudah maju, problem keagenan di Bursa Efek Jakarta adalah terjadinya perbedaan kepentingan antara pemilik minoritas dengan pemilik mayoritas. Hipotesis dalam penelitian ini adalah : (1) Struktur kepemilikan, faktor *ekstern*, dan faktor *intern* berpengaruh signifikan terhadap *leverage*, (2) Struktur kepemilikan, faktor *ekstern*, faktor *intern* dan *leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Studi ini ingin menguji teori keagenan, Jensen & Meckling (1976), *Pecking Order Theory*, Myers (1984), *Trade off model* dan *Signaling Theory*, Bhattacharya (1979). Populasi dalam studi ini adalah perusahaan

publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Sebanyak 134 perusahaan diambil sebagai sample dengan menggunakan *purposive sampling*. Data dianalisis dengan menggunakan *Structural Equation Modelling*. Hasil studi ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan, faktor *intern* dan faktor *ekstern* berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Struktur kepemilikan, faktor ekstern, faktor intern, dan *leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil studi ini tidak mendukung teori keagenan, Jensen & Meckling (1976) tetapi hasil studi ini mendukung *pecking order theory*, Myers (1984), *Trade off model* dan *Signaling theory*, Bhattacharya (1979).

13. Sri Hasnawati (2005). Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mendapatkan pemahaman tentang pengaruh keputusan investasi pada nilai perusahaan menggunakan *Structural Equation Model* (SEM). Diharapkan bahwa model ini akan memberikan analisis yang lebih komprehensif tentang efek dari keputusan investasi pada nilai untuk. Analisis ini didasarkan pada populasi target 259 perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta, dengan temuan berikut. Efek keputusan investasi pada nilai perusahaan, masing-masing 12,25%. Temuan teoritis penelitian ini dapat dikembangkan untuk membuat keputusan investasi di bursa efek dengan kata lain, keputusan investasi yang dilakukan oleh perusahaan akan memiliki beberapa

cara efek pada nilai perusahaan dibandingkan dengan faktor-faktor lain.

14. Hsihui Chang, Guy D. Fernando, dan Arindam Tripathy (2015). *An Empirical Study of Strategic Positioning and Production Efficiency*. Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji hubungan antara posisi strategis perusahaan dan efisiensi produksinya. Perusahaan dengan kompetitif keuntungan berdasarkan kepemimpinan biaya atau diferensiasi mampu mengungguli pesaing mereka. Perusahaan mengejar biaya strategi kepemimpinan berupaya menjadi produsen berbiaya terendah, terutama dengan meminimalkan input untuk tingkat output tertentu, sehingga terkonsentrasi pada peningkatan efisiensi proses produksi mereka. Di sisi lain, perusahaan yang mengejar strategi diferensiasi mengandalkan inovasi, pengembangan merek, pemasaran, dan sebagainya untuk mencapai keunggulan kompetitif; oleh karena itu perusahaan tersebut tidak mendapat tempat tinggi penekanan pada efisiensi produksi. Dengan demikian pentingnya efisiensi produksi untuk keberhasilan suatu perusahaan tergantung pada strategi posisi perusahaan. Kami menerapkan DEA ke data arsip untuk sampel besar perusahaan publik untuk menyelidiki pentingnya efisiensi produksi untuk perusahaan berdasarkan posisi strategis mereka. Kami memberikan bukti empiris bahwa perusahaan mengejar biaya atribut strategi kepemimpinan lebih penting untuk

efisiensi produksi, sementara perusahaan yang mengejar atribut strategi diferensiasi lebih sedikit.

15. M M Fonseka Gao-liang Tian Liu-chuang Li (2014). Impact of financial capability on firms' competitiveness and sustainability : evidence from highly regulated Chinese market. Tujuan penelitian ini untuk mengetahui kemampuan keuangan perusahaan Cina yang terdaftar menghasilkan keuntungan untuk persaingan dalam industry. Konsep rente ekonomi atau profitabilitas abnormal dan keberlanjutan adalah inti pandangan berbasis sumber daya (RBV). Studi empiris RBV harus memperhatikan sumber daya dan kapabilitas pada keberlanjutan daripada kontribusi kapabilitas perusahaan terhadap total profitabilitas perusahaan. Sebagian besar studi empiris menguji RBV di tingkat perusahaan dengan kinerja varians dijelaskan oleh sumber daya atau struktur industri (Acquaah, 2003). Hasil penelitian menunjukkan bahwa Akses ke pembiayaan internal dan eksternal menawarkan keuntungan berbeda di China yang sangat teregulasi, pasar yang dikembangkan tidak merata. Perusahaan yang dapat mengakses pembiayaan eksternal menikmati daya saing dalam industri dalam jangka pendek dan berkelanjutan dalam jangka panjang atas yang lain yang kurang demikian kemampuan. Kemampuan perusahaan untuk mendapatkan modal dari pemegang saham yang ada, meningkatkan modal dari masyarakat umum, kemampuan untuk menerbitkan obligasi konversi dan akses kapabilitas perusahaan ke pembiayaan bank secara positif

memengaruhi sumber terbatas kemampuan keuangan untuk mempertahankan perusahaan daya saing dalam industri. Hasil mengkonfirmasi bahwa rezim peraturan ketat menciptakan kemampuan finansial perusahaan China untuk menikmati akses ke pasar modal dan utang yang dibutuhkan berakhir perusahaan lain. Ini mengarah pada beberapa perilaku yang tidak patut, yang diciptakan oleh hukum; ini menyebabkan masalah ketika transisi negara dari ekonomi yang direncanakan secara terpusat ke sistem berbasis pasar.

16. Seto Sulaksono Adi Wibowo, Yosi Handayani dan Ade Rika Lestari (2017). Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh (1) rasio SG & A / Penjualan terhadap kinerja perusahaan (2) Penjualan / rasio CoGS terhadap kinerja perusahaan di mana variabel rasio SG & A / Penjualan dan Penjualan / CoGS digunakan untuk mengukur strategi generik strategi diferensiasi produk. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor manufaktur dari 2012 - 2014 sebanyak 120 sampel. Penelitian ini menggunakan teknik purposive sampling untuk mengumpulkan sampel. Alat analisis yang digunakan adalah regresi sederhana dengan koefisien determinasi dan statistik t. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa strategi generik dari strategi diferensiasi produk yang diukur oleh variabel SG&A / Penjualan dan Penjualan / CoGS berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan net profit margin (NPM). Keterbatasan penelitian ini adalah: (1) Penelitian ini terbatas pada perusahaan sektor manufaktur (2) Rata-

rata dalam laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan memberikan informasi tentang kurangnya biaya penelitian dan pengembangan. Rekomendasi dalam penelitian ini meliputi: (1) Untuk peneliti masa depan harus mengambil sampel dari semua sektor yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (2) Menambahkan variabel lain yang berkaitan dengan strategi generik dan kinerja perusahaan.

17. Syamsul Bakhtiar Ass, Cepi Pahlevi dan Abdul Razak Munir (2016).

Nilai perusahaan merupakan salah satu acuan para shareholder sebelum menanamkan modalnya pada suatu perusahaan dan nilai perusahaan tidak terlepas dari pengaruh pengambilan keputusan keuangan oleh pemilik perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Sampel dalam penelitian ini terdiri dari 34 dari 141 perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI selama periode 2010-2014, metode penelitian menggunakan model persamaan structural equation model (SEM) dengan bantuan perangkat lunak AMOS 16,0. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap keputusan pendanaan, kebijakan deviden dan nilai perusahaan tetapi tidak pada keputusan investasi. Keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya keputusan investasi dan keputusan pendanaan dan kebijakan deviden

dapat berfungsi sebagai variabel intervening dalam pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan.

Tabel 2. 1 Matriks Penelitian Sebelumnya

No.	Penulis/Tahun/Judul	Variabel Penelitian	Teknik Analisis	Sampel	Hasil Penelitian
1	Untung Wahyudi Hartini Prasetyaning Pawestri (2006). Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening	Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan <i>Dividen</i> dan Nilai Perusahaan.	<i>Path Analysis</i>	333 Perusahaan yang terdaftar pada BEJ pada tahun 2003.	(1) Kepemilikan manajemen memiliki pengaruh pada keputusan investasi dan keputusan pembiayaan namun tidak berpengaruh terhadap kebijakan <i>dividen</i> . (2) Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan pembiayaan dan nilai perusahaan. (3) Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, tetapi keputusan investasi dan kebijakan <i>dividen</i> tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. (4) Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh langsung dan tidak langsung terhadap nilai perusahaan dengan keputusan pendanaan sebagai variabel <i>intervening</i> .
2	Eddy Suranta dan Pratana Puspita Merdistusi (2009). <i>Income Smoothing, Tobin's Q, Agency Problems</i> dan Kinerja Perusahaan.	<i>Income Smoothing, Tobin Q</i> , Kepemilikan Manajerial dan Umum, Kinerja	<i>Regresi OLS</i>	Perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dengan periode pengamatan	Kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>perataan laba</i> dan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai

No.	Penulis/Tahun/Judul	Variabel Penelitian	Teknik Analisis	Sampel	Hasil Penelitian
		Keuangan, Keuangan dan Risiko Pasar		sampel dimulai dari tahun 1993-2000.	perusahaan.
3	Abukosim, Mukhtaruddin, Ika Sasti Ferina and Claudya Nurcahaya, (2014). <i>Ownership structure And Firm Values: Empirical Study On Indonesia Manufacturing Listed Companies</i>	<i>Ownership structure and Firm Values</i>	Regresi linier berganda dan statistik deskriptif.	32 perusahaan manufaktur yang terdapat di BEI antara tahun 2009-2011.	Struktur kepemilikan berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan: (1) Kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, (2) Kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, (3) Kepemilikan asing memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, (4) Kepemilikan terkonsentrasi tidak memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
4	Aman Srivastava (2011). <i>Ownership structure and Corporate Performance: Evidence From India</i>	<i>Ownership structure and Corporate Performance</i>	Analisis regresi	98 perusahaan paling aktif terdaftar di BSE 100 indeks Bursa Efek Bombay India	Persentase kepemilikan mempengaruhi kinerja akuntansi (yaitu ROA dan ROE) tetapi tidak indikator kinerja pasar saham (yaitu P/E dan rasio P/BV), yang menunjukkan bahwa mungkin ada yang lain faktor (ekonomi, politik, kontekstual) yang mempengaruhi perusahaan kinerja yang selain struktur kepemilikan.

No.	Penulis/Tahun/Judul	Variabel Penelitian	Teknik Analisis	Sampel	Hasil Penelitian
5	Wenjuan Ruan, Gary Tian and Shiguang Ma (2011). <i>Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence From Chin 's Civilian-Run FIRMS</i>	<i>Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value.</i>	Analisis Regresi	Perusahaan <i>civilian-run</i> terdaftar di pasar saham Cina antara 2002 dan 2007	Menunjukkan hubungan <i>nonlinear</i> antara <i>Managerial ownership</i> dan <i>firm value</i> .
6	M. Syamsul Rizal (2007). Analisis Pengaruh <i>Managerial Ownership, Institutional Ownership, Devidend Payout Ratio</i> dan <i>Return On Asset</i> Terhadap <i>Capital Structure</i> (Studi Di Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2002-2005)	<i>Managerial Ownership, Institutional Ownership, DPR, ROA dan DER</i>	Regresi Berganda	27 perusahaan yang terdaftar di BEJ pada tahun 2002-2005	Hasil analisis menunjukkan bahwa data DPR secara parsial signifikan berpengaruh negatif terhadap DER pada level of <i>significance</i> kurang dari 5%, ROA secara parsial signifikan berpengaruh positif terhadap DER, namun <i>managerial ownership</i> dan <i>Institutional ownership</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap DER dengan signifikansi lebih besar dari 5%. Sementara secara bersama-sama ( <i>Managerial Ownership, Institutional Ownership, DPR dan ROA</i> ) terbukti signifikan berpengaruh terhadap DER perusahaan yang listed di BEJ pada level kurang dari 5% yaitu sebesar 0,001%. Kemampuan prediksi dari keempat

No.	Penulis/Tahun/Judul	Variabel Penelitian	Teknik Analisis	Sampel	Hasil Penelitian
					variabel tersebut terhadap DER sebesar 71,7% sebagaimana ditunjukkan oleh besarnya <i>R square</i> sebesar 71,7% sedangkan sisanya 28,3% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian.
7	Zuriawati Zakaria, Noorfaiz Purhanudin dan Yamuna Rani Palanimally (2014). <i>Ownership structure and Firm Performance: Evidence From Malaysian Trading and Services Sector.</i>	<i>Managerial Ownership, Government Ownership, Foreign Ownership and Firm Fermance</i>	Analisis Regresi berganda	73 Perusahaan Perdagangan dan Jasa yang terdaftar Malaysia antara tahun 2005-2010.	Kepemilikan manajerial dapat meningkatkan kinerja perusahaan, sementara terbalik kepemilikan pemerintah. perusahaan Perdagangan dan Jasa tidak terpengaruh oleh struktur kepemilikan asing pada periode sebelum krisis tetapi terpengaruh selama periode krisis dan pasca krisis.
8	Rano dan Pratana P Midiastuty (2011). Struktur Kepemilikan, <i>Good Corporate Governance</i> , Investasi dan Nilai Perusahaan: Suatu Pengujian Sistem Persamaan Simultan	<i>Good Corporate Governance, Ownership Structure, Dividend policy and Firm Investment</i>	Model persamaan simultan TSLS ( <i>two-stage least square</i> )	Seluruh perusahaan publik non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.	Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai perusahaan dan kebijakan investasi yang ditentukan bersama. Di sisi lain investasi ditentukan oleh kepemilikan manajerial.
9	Imanda Firmantyas Putri dan Mohammad Nasir (2006). Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan	Kepemilikan manajerial, Kepemilikan institusional, Risiko,	Model persamaan <i>two stage least square</i>	Populasi yang akan digunakan dalam penelitian ini terdiri dari perusahaan	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel <i>endogen</i> memiliki hubungan saling ketergantungan. Kepemilikan manajerial secara

No.	Penulis/Tahun/Judul	Variabel Penelitian	Teknik Analisis	Sampel	Hasil Penelitian
	<i>Institusional</i> , Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan <i>Deviden</i> dalam Perspektif Teori Keagenan	Kebijakan Hutang dan Kebijakan <i>Deviden</i>		manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2000 - 2004 yang melaporkan keuangan secara lengkap	statistik berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang
10	Putu Anom Mahadwartha (2003). <i>Predictability Power Of Dividend Policy and Leverage Policy To Managerial Ownership In Indonesia: An Agency Theory Perspective</i>	<i>Leverage, Deviden and Managerial Ownership</i>	<i>Logit model</i>	Sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dengan periode pengamatan 1993-2001.	Hubungan antara <i>leverage</i> dan <i>dividen</i> dengan kepemilikan manajerial negatif dengan besarnya lebih tinggi
11	Darmono, Cipi Pahlevi Dan Yanuar Bachtiar (2015). Perspektif Keputusan Investasi dan Kebijakan <i>Deviden</i> Terhadap Biaya Keagenan, Struktur Modal dan Nilai Perusahaan	Keputusan Investasi, Kebijakan <i>Deviden</i> , Biaya Keagenan, Struktur Modal dan Nilai Perusahaan	Deskriptif	-	Keputusan investasi, biaya keagenan dan kebijakan <i>dividen</i> merupakan hal pen ting bagi <i>determinan</i> struktur modal dalam meningkatkan nilai perusahaan.
12	Sri Hasnawati (2005). Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta	<i>Structural Equation Mode, Investment Opportunity Set, Return Saham, Market Value</i>	<i>Structural Equation Model (SEM)</i>	259 perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta 2002	Keputusan investasi secara positif mempengaruhi nilai perusahaan
13	Sujoko dan Ugy Soebiantoro (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai	<i>Tobins'Q, Leverage, Struktur Kepemilikan</i>	Analisis SEM menggunakan AMOS 4,01	Perusahaan yang terdaftar di BEJ tahun 2000 – tahun 2004.	(1) struktur kepemilikan, faktor <i>ekstern</i> , dan faktor intern berpengaruh signifikan terhadap <i>leverage</i> ,

<b>No.</b>	<b>Penulis/Tahun/Judul</b>	<b>Variabel Penelitian</b>	<b>Teknik Analisis</b>	<b>Sampel</b>	<b>Hasil Penelitian</b>
	Perusahaan				

## BAB III

### KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

#### A. Kerangka Konseptual

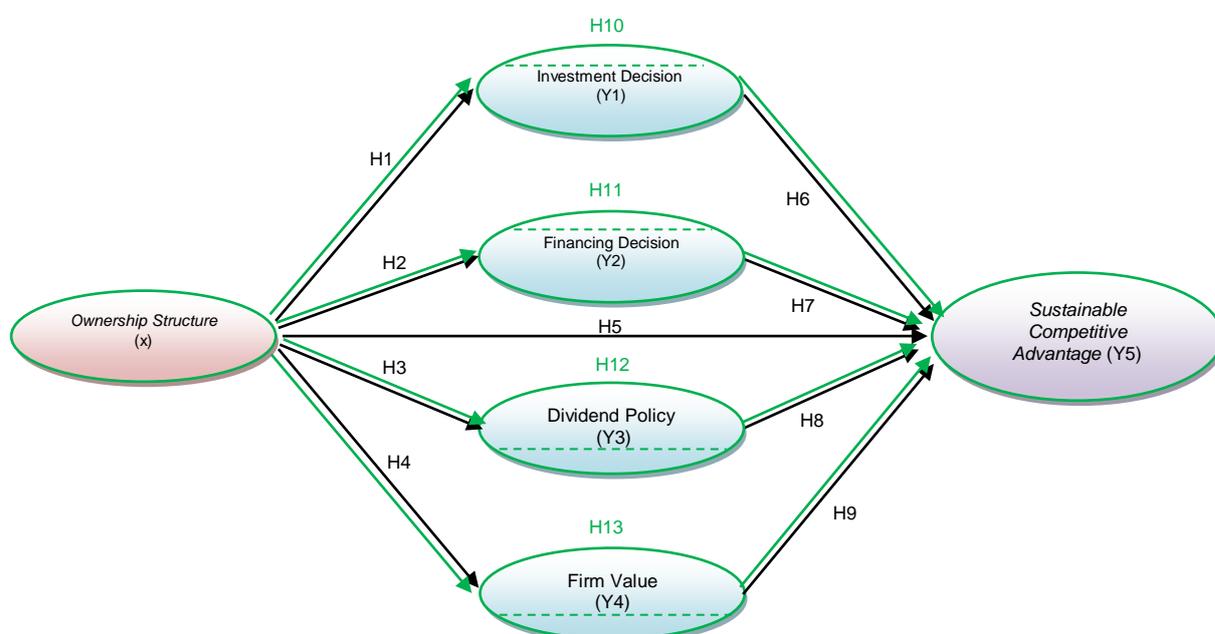
Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan. Manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan deviden.

Keputusan keuangan yang akan diambil oleh perusahaan ditentukan oleh *shareholders* yang masing – masing mempunyai kepentingan yang berbeda-beda. Struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan yang disebabkan oleh karena adanya kontrol yang mereka miliki.

Keterkaitan antara *ownership structure* terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dijelaskan oleh Gilbert *et al.*, Pissarides dan Zou *et al.*, dalam Fonseka *et al.*, (2014) yang menyatakan bahwa strategi dan kinerja sangat bergantung tentang waktu, aksesibilitas dan penggunaan sumber daya keuangan yang efektif dan efisien selama pengembangan dan investasi baru serta kemampuan keuangan memungkinkan atau

membatasi strategi kemampuan membuat keputusan oleh pengusaha dan manajer. Strategi dan kinerja dipengaruhi oleh keputusan *ownership* terkait kemampuan keuangan yang berdampak kepada daya saing perusahaan dalam industry dan keberlanjutan.

Berdasarkan penjelasan kerangka pikir dari kajian teoritis dan empiris sebelumnya, maka disusun kerangka konseptual yang dapat dilihat pada gambar berikut :



**Gambar 3. 1 Kerangka Konseptual**

Dari Gambar 3.1 di atas dapat menunjukkan keterangan - keterangan sebagai berikut yaitu :

1.  $\gamma$  (*gamma*) yaitu koefisien jalur yang menjelaskan pengaruh dari variabel *eksogen* ke variabel *endogen*. Seperti dari X ke Y1, X ke Y2, dan X ke Y3, X ke Y4 dan X ke Y5.

2.  $\beta$  (*beta*) yaitu koefisien jalur yang menjelaskan pengaruh dari variabel *endogen* ke variabel *endogen* lainnya. Seperti Y1 ke Y5 , Y2 ke Y5, Y3 ke Y5 dan Y4 ke Y5.
3.  $\varepsilon$  (*residual variable*) yang berkaitan dengan variabel *endogen*.

Paradigma penelitian yang dinyatakan dalam bentuk persamaan struktural adalah sebagai berikut :

$$Y1 = \alpha_1 X + \varepsilon$$

$$Y2 = \alpha_2 X + \varepsilon$$

$$Y3 = \alpha_3 X + \varepsilon$$

$$Y4 = \alpha_4 X + \varepsilon$$

$$Y5 = \alpha_5 X + \beta_1 Y1 + \beta_2 Y2 + \beta_3 Y3 + \beta_4 Y4 + \varepsilon$$

Pada persamaan struktural pertama, X merupakan variabel *eksogen*, Y1 sebagai variabel *endogen*,  $\varepsilon$  merupakan *residual variable* yang berkaitan dengan variabel *endogen* dan  $\alpha_1$  adalah koefisien jalur yang menjelaskan pengaruh dari variabel *eksogen* X ke variabel *endogen* Y1.

Pada persamaan struktural kedua, X merupakan variabel *eksogen*, Y2 sebagai variabel *endogen*,  $\varepsilon$  merupakan *residual variable* yang berkaitan dengan variabel *endogen*,  $\alpha_2$  adalah koefisien jalur yang menjelaskan pengaruh dari variabel *eksogen* X ke variabel *endogen* Y2.

Pada persamaan struktural ketiga, X merupakan variabel *eksogen*, Y3 sebagai variabel *endogen*,  $\varepsilon$  merupakan *residual variable* yang

berkaitan dengan variabel *endogen*,  $\gamma_3$  adalah koefisien jalur yang menjelaskan pengaruh dari variabel *eksogen* X ke variabel *endogen* Y3.

Pada persamaan struktural keempat, X merupakan variabel *eksogen*, Y4 sebagai variabel *endogen*,  $\varepsilon$  merupakan *residual variable* yang berkaitan dengan variabel *endogen*,  $\gamma_4$  adalah koefisien jalur yang menjelaskan pengaruh dari variabel *eksogen* X ke variabel *endogen* Y4.

Pada persamaan struktural kelima, X merupakan variabel *eksogen*, Y5 sebagai variabel *endogen*,  $\varepsilon$  merupakan *residual variable* yang berkaitan dengan variabel *endogen*,  $\gamma_4$  adalah koefisien jalur yang menjelaskan pengaruh dari variabel *eksogen* X ke variabel *endogen* Y5,  $\beta_1$  yaitu koefisien jalur yang menjelaskan pengaruh dari variabel *endogen* Y1 ke variabel *endogen* Y5,  $\beta_2$  yaitu koefisien jalur yang menjelaskan pengaruh dari variabel *endogen* Y2 ke variabel *endogen* Y5,  $\beta_3$  yaitu koefisien jalur yang menjelaskan pengaruh dari variabel *endogen* Y3 ke variabel *endogen* Y5 dan  $\beta_4$  yaitu koefisien jalur yang menjelaskan pengaruh dari variabel *endogen* Y4 ke variabel *endogen* Y5.

## **B. Hipotesis**

### **1. Hubungan *Ownership structure* dan *Investment Decision***

Keberhasilan suatu perusahaan sangat ditentukan oleh pengambilan keputusan dari pemiliknya agar tujuan dapat tercapai. Tujuan dari perusahaan adalah untuk meningkatkan kemakmuran dari pemilik saham yang ditunjukkan oleh kinerja perusahaan yang meningkat yang

tercermin dari harga saham. Pengambilan keputusan pada perusahaan ditentukan oleh pemegang saham yang pada umumnya terdiri atas dua yaitu institusional dan manejerial. Kedua struktur tersebut memiliki perbedaan kepentingan sehingga akan berbedapula dalam pengambilan keputusan keuangannya. Setiap pengambilan keputusan keuangan yang terdiri kebijakan pendanaan, kebijakan dividen, dan kebijakan investasi akan berdampak kepada perusahaan karena optimalisasi kinerja perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan. Menurut Hasnawati (2005), manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Ketiga keputusan tersebut saling berkaitan dan setiap keputusan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainnya serta kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan kemakmuran kekayaan pemegang saham.

Penelitian terkait pengaruh kepemilikan institusional terhadap keputusan investasi dilakukan oleh Zheka (2003) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap keputusan investasi. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin besar pengawasan dan monitoring yang diberikan kepada pihak manajerial, maka pihak institusional menginginkan adanya dividen yang besar sehingga semakin besar deviden yang diberikan kepada pihak

institusional membuat semakin besar investasi yang harus ditanamkan. Berbeda dengan hasil penelitian Wahyudi & Pawestri (2006), menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak mempengaruhi semua keputusan keuangan atau dengan kata lain bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi.

Penelitian mengenai pengaruh kepemilikan manajerial terhadap keputusan investasi dilakukan oleh Itturiaga dan Sanz (2001) yang mengemukakan bahwa *insider ownership* berpengaruh positif terhadap investasi. Dari hasil penelitian tersebut menyiratkan bahwa manajer berpeluang untuk melakukan *re-investasi* atas *free cash flow* yang bersedia untuk memperbesar perusahaan dan meningkatkan kesejahteraan manajer dan mengabaikan kesejahteraan pemilik perusahaan. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian Saleh *et al.*, (2008) yang mengemukakan bahwa dalam kepemilikan manajerial, manajer cenderung akan terlibat dalam aktivitas penciptaan nilai yang dapat meningkatkan keunggulan kompetitif jangka panjang bagi perusahaan. Investasi dalam *intellectual capital* diyakini dapat menciptakan keunggulan kompetitif bagi perusahaan yang merupakan salah satu cara yang dapat ditempuh oleh para manajer untuk menciptakan nilai lebih bagi perusahaan.

Penelitian lainnya dilakukan oleh Suranta & Merdistusi (2009) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi investasi perusahaan dan tidak signifikan yang membuktikan bahwa semakin tinggi

kepemilikan manajerial akan berakibat pada kenaikan investasi tetapi tidak signifikan. Pengaruh yang tidak signifikan ini dapat disebabkan oleh jumlah kepemilikan manajerial yang sangat rendah dan juga menemukan bahwa kepemilikan manajerial merupakan variabel eksogen terhadap investasi dan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga didukung oleh penelitian Wahyudi & Pawestri (2006).

Hasil penelitian Amri (2008) menemukan pengaruh negatif yang tidak signifikan antara struktur kepemilikan terhadap keputusan investasi. Hal tersebut berarti bahwa semakin tinggi struktur kepemilikan saham maka akan menurunkan kesempatan investasi. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian Cruthley dan Hansen dalam Spica (2006) yang mengemukakan bahwa perusahaan yang memiliki nilai *book to market* yang tinggi berarti perusahaan tersebut memiliki kesempatan investasi yang rendah. Kesempatan investasi yang rendah akan mengurangi keaktraktifan manajer daripada perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi. Hal tersebut mengindikasikan bahwa manajer akan mengurangi kepemilikan sahamnya jika perusahaan memiliki *book to market* yang tinggi.

Hasil penelitian yang sama juga dikemukakan oleh Friend and Lang (1988), Mehran (1992) yang menemukan bahwa tidak ada pengaruh kepemilikan manajerial terhadap keputusan investasi. Hal tersebut disebabkan karena tidak semua pemilik saham manajerial menginginkan investasi yang tinggi, karena mereka juga menginginkan kesejahteraan

melalui pembayaran dividen. Sedangkan investasi akan mengurangi dividen yang akan mereka terima. Inilah salah satu tindakan oportunistik para pemegang saham managerial. Mereka mengabaikan kepentingan perusahaan dan pemegang saham lainnya untuk kepentingan pribadi.

Berdasarkan uraian dari beberapa penelitian terkait hubungan antara *ownership structure* dengan *investment decision*, maka dapat ditetapkan hipotesis sebagai berikut :

H1 : *Ownership structure* berpengaruh terhadap *investment decision* pada perusahaan sektor manufaktur di BEI.

## **2. Hubungan *Ownership Structure* dan *Financing Decision***

Keputusan pendanaan merupakan keputusan yang berkaitan tentang sumber dana yang akan digunakan oleh perusahaan untuk membiayai investasi dan menentukan komposisi sumber dana. Pendanaan perusahaan dapat dikelompokan menurut sumbernya yaitu : Pendanaan internal berasal dari dalam perusahaan yaitu laba ditahan dan depresiasi aktiva tetap, sedangkan sumber eksternal dapat diperoleh dari kreditur yaitu hutang (Rhakimsyah dan Gunawan, 2011:33).

Penelitian mengenai kepemilikan institusional terhadap keputusan pendanaan dilakukan oleh Jensen (1986a) dan Moh'd *et al.*, (1998) serta konsisten dengan Faisal (2003) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Faisal (2003) dan Sujoko &

Soebiantoro (2007) bahwa semakin meningkat kepemilikan eksternal, maka akan semakin efektif kontrol perusahaan terhadap perilaku manajer, sehingga manajer menggunakan hutang pada tingkat yang rendah. Selain itu, meningkatnya kepemilikan institusional juga dapat mengimbangi kebutuhan terhadap hutang, dengan demikian menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat *monitoring* sudah diambil alih oleh *institutional investors*, oleh karena itu dapat mengurangi *agency cost of debt*. Temuan yang dipaparkan tentang pengaruh kepemilikan institusional terhadap keputusan pendanaan sesuai hasil penelitian Sujoko & Soebiantoro (2007) yang mengatakan bahwa struktur kepemilikan, faktor *intern* dan faktor *ekstern* berpengaruh signifikan terhadap *leverage*.

Penelitian mengenai pengaruh struktur kepemilikan manajerial terhadap keputusan pendanaan telah dilakukan oleh banyak peneliti, diantaranya oleh Wahyudi & Pawestri (2006), Ruan *et al.*, (2011), Putri & Nasir (2006). Hasil penelitian mereka menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap keputusan pendanaan (kebijakan hutang). Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial maka akan semakin sedikit penggunaan hutang oleh perusahaan. Penjelasan teori keagenan mengatakan bahwa berkurangnya *leverage* disebabkan karena kekayaan pribadi manajemen berkaitan dengan kekayaan perusahaan sehubungan dengan kepemilikan saham mereka dalam perusahaan, sehingga manajemen akan berusaha

mengurangi hutangnya, karena jumlah hutang yang semakin meningkat akan menimbulkan *financial distress*. Terjadinya *financial distress* akan mengakibatkan nilai perusahaan akan mengalami penurunan sehingga mengurangi kemakmuran pemilik saham. Penelitian ini mendukung hasil Putri & Nasir (2006) dan Darmono *et.al.*, (2015) yang menunjukkan bahwa struktur modal mempunyai hubungan negatif dengan *insider ownership* atau kepemilikan manajerial akan mempengaruhi keputusan pendanaan yang sangat sensitif terhadap isu lembaga (*agency theory*). Penggunaan hutang yang besar akan meningkatkan biaya modal yang harus ditanggung pihak manajemen. Dengan demikian, kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap keputusan pendanaan perusahaan (Maftukhah, 2013; Christiawan, et al., 2007).

Hertina *et al.*, (2019) dan Suropto (2019) menyimpulkan bahwa pendanaan proporsi struktur modal dengan utang lebih besar dibandingkan dengan ekuitas dapat menurunkan respons positif pemegang saham. Kepemilikan utang yang lebih tinggi dianggap tidak sejalan dengan keinginan pemegang saham walaupun utang digunakan oleh manajer untuk mengoptimalkan struktur modal perusahaan. Manajer dapat memperoleh utang dengan persyaratan yang lebih mudah, tetapi harus menanggung biaya utang yang lebih tinggi (Firmansyah, Fauzi, *et al.*, 2020). Pengadaan utang yang dilakukan manajer mengakibatkan peningkatan informasi asimetri antara manajer dan pemegang saham, sehingga kondisi mengakibatkan penurunan kepercayaan pemegang

saham.

Berdasarkan uraian dari beberapa penelitian terkait hubungan antara *ownership structure* dengan *financing decision*, maka dapat ditetapkan hipotesis sebagai berikut :

H2 : *Ownership structure* berpengaruh terhadap *financing decision* pada perusahaan sektor manufaktur di BEI.

### **3. Hubungan *Ownership Structure* dan *Dividend Policy***

Dividen yang dibagikan merupakan faktor penting yang menentukan kekayaan pemegang saham (Azhagaiah dan Priya; 2008). Pembagian dividen yang diharapkan oleh investor tentunya cenderung stabil bahkan meningkat dari periode sekarang ke periode selanjutnya. Kebijakan pembagian dividen yang stabil ini diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor dalam mengambil keputusan investasi. Penelitian terkait pengaruh *ownership structure* terhadap *dividend policy* dilakukan oleh Thanatawee (2013) yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan dapat lebih berpengaruh terhadap keputusan pembagian dividen. Kepemilikan yang terkonsentrasi akan memiliki perhatian yang lebih terhadap pengawasan keputusan perusahaan untuk melindungi investasinya (Ullah *et al.*, 2012).

Kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang positif terhadap kebijakan deviden. Hal tersebut disebabkan karena kepemilikan institusional lebih mampu melakukan pengawasan terhadap manajemen

perusahaan daripada kepemilikan yang menyebar dan kecil (Shleifer dan Vishny; 1986; dan Allen dan Michaely; 2001). Hal ini juga mengindikasikan bahwa adanya kepemilikan yang terkonsentras dapat lebih meningkatkan keputusan pemberian deviden kepada pemegang saham. Hasil penelitian tersebut sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Huang dan Li (2006); Amihud dan Li (2002); Short *et al.*, (2002); dan Mehrani *et al.*, (2011) yang menyebutkan bahwa terdapat pengaruh positif antara struktur kepemilikan institusional pada suatu perusahaan terhadap kebijakan deviden. Hasil penelitian tersebut menemukan bahwa pemilik saham lebih menyukai pembagian deviden sekarang dibandingkan *capital gain* pada masa yang akan datang.

Penelitian lainnya terkait kepemilikan institusional terhadap kebijakan deviden dilakukan oleh Putri & Nasir (2006) yang mendukung penelitian Crutchley *et al.*, (1999) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan deviden. Semakin tinggi kepemilikan institusional, maka akan semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dalam mengurangi *agency cost*, sehingga perusahaan cenderung memberikan deviden yang lebih rendah. Faktor substitusi antara deviden dan kepemilikan institusional melandasi hubungan negatif antara kebijakan deviden dan kepemilikan institusional, dengan pembayaran deviden yang tinggi akan mengurangi *agency cost*, sehingga keberadaan institusi sebagai mekanisme *monitoring* sudah tidak dibutuhkan lagi. Penelitian lainnya yang menyatakan hubungan negatif

antara kepemilikan institusional dengan kebijakan dividen dilakukan oleh Chasanah (2008) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang tidak terdapat kepemilikan manajerial. *Tax preference theory* menyatakan bahwa para pemegang saham lebih menyukai pembagian dividen yang rendah; sesuai dengan tanda koefisien negatif yang berarti bertambahnya kepemilikan institusional tidak diikuti oleh bertambahnya dividen yang dibagikan. Hal ini dikarenakan adanya pajak yang dikenakan pada setiap pembagian dividen akan menjadi lebih besar apabila terjadi kenaikan dividen yang dibagikan.

Hasil penelitian Putri & Nasir (2006) menemukan hal yang berbeda yaitu kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian menjelaskan bahwa bila manajer memiliki saham perusahaan yang tinggi, maka kekayaannya akan semakin tidak terdiversifikasi dengan baik, oleh karena itu manajer mengharapkan *return* atas *opportunity cost* lebih besar yaitu dari pembagian dividen yang tinggi. Hasil penelitian sejalan yang dilakukan oleh Sumartha (2016) yang menunjukkan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajerial dalam perusahaan akan diikuti dengan makin besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham dan demikian sebaliknya; manajemen yang juga sebagai pemegang saham tentunya akan berperan untuk memaksimalkan kinerja perusahaan dan kepentingan mereka sekaligus sebagai pemegang saham. Apabila suatu

perusahaan tersebut memiliki kinerja yang baik maka diharapkan kebijakan pembagian dividen juga akan lebih besar.

Penelitian mengenai pengaruh kepemilikan manajerial dengan kebijakan deviden yang dilakukan oleh Sukmawati (2000) menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan deviden, dimana pada perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial yang rendah atau bahkan sama sekali tidak memiliki kepemilikan manajerial, maka akan cenderung membagikan deviden yang tinggi. Hal ini dilakukan untuk mengurangi konflik keagenan dan biaya keagenan yang tercipta. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Rozeff (1982) yang menyatakan bahwa pembagian *deviden* merupakan bagian dari *firm's optimum monitoring* atau *bonding package* dan akan menurunkan *agency cost*.

Temuan lainnya yang berbeda yaitu hasil penelitian Duhri dan Diantimala (2018) membuktikan bahwa kepemilikan institusional tidak mempengaruhi kebijakan dividen, karena kepemilikan institusional yang menjadi pemegang saham mayoritas mempunyai peran sebagai pengontrol perusahaan agar mengurangi adanya masalah keagenan, hal-hal yang disukai oleh investor institusi adalah mencari alternatif yang bisa memberikan laba lebih banyak, yang dimaksud keuntungan ialah pajak yang rendah, dan biasanya kepemilikan institusional cenderung mempunyai pajak yang tinggi, oleh sebab itu, kepemilikan institusional lebih senang dengan *capital gain* dibandingkan membagikan dividen,

sebab capital gain pajaknya lebih rendah.

Berdasarkan uraian dari beberapa penelitian terkait hubungan antara *ownership structure* dengan *dividend policy*, maka dapat ditetapkan hipotesis sebagai berikut :

H3 : *Ownership structure* berpengaruh terhadap *dividend policy* pada perusahaan sektor manufaktur di BEI.

#### **4. Hubungan *Ownership Structure* dan *Firm Value***

Hasil penelitian Abukosim *et al.*, (2014) menemukan bahwa kepemilikan instutisional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, hal tersebut disebabkan karena semakin besar kepemilikan instutisional dalam perusahaan maka semakin besar kekuatan suara dalam meningkatkan lembaga untuk mengawasi manajemen dan akibatnya akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan kinerja perusahaan sehingga nilai perusahaan akan meningkat. Shleifer dan Vishny (1986) berpendapat bahwa tingkat kepemilikan institusional dalam proporsi yang cukup besar akan mempengaruhi nilai pasar perusahaan. Semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh institusi, maka semakin tinggi pula efektifitas mekanisme kontrol terhadap kinerja manajemen. Investor asing dinilai memiliki kapabilitas yang baik dalam menilai perusahaan sehingga dapat melakukan kontrol yang lebih besar terhadap manajemen. Kemampuan investor asing dalam melakukan kontrol dinilai dapat memilih manajerial yang berkualitas sehingga dapat dengan baik

mengelola perusahaan.

Penelitian yang sama dilakukan oleh Sujoko & Soebiantoro (2007) dan memperoleh hasil yang berbeda dimana mereka menemukan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan dapat meningkat jika institusi mampu menjadi alat *monitoring* efektif tetapi hal tersebut akan membatasi kegiatan dan usaha manajerial dalam pengembangan perusahaan yang akan berdampak kepada penurunan kinerja sehingga menurunkan nilai perusahaan. Smith dan Wats (1992) menunjukkan bahwa aktifitas *monitoring* institusi mampu mengubah struktur pengelolaan perusahaan dan meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Hasil penelitian Wahyudi & Pawestri (2006) dan Zakaria *et al.*, (2014) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara nilai pasar ekuitas dengan persentase kepemilikan manajerial. Hasil penelitian mereka menemukan hubungan yang positif antara struktur kepemilikan manajerial dan penciptaan nilai dalam perusahaan. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Wahyudi & Pawestri (2006) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui keputusan pendanaan. Hal tersebut sesuai dengan *agency theory* yang menyatakan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial dapat digunakan sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan. Perusahaan meningkatkan kepemilikan manajerial

untuk mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham dan mengurangi kecenderungan manipulasi.

Temuan yang berbeda oleh hasil penelitian Sutrisno dan Sari (2020) menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan pihak institusi tidak dapat secara efektif mengawasi manajemen. Hal tersebut dapat terjadi karena adanya asimetri informasi antara pemegang saham dan manajemen, sehingga manajemen dapat mengendalikan perusahaan sesuai keinginan mereka. Asimetri informasi ini merupakan kendala bagi lembaga dalam mengawasi perilaku manajemen, karena informasi yang dipegang oleh lembaga tidak sebaik informasi yang dipegang oleh manajemen, sehingga lembaga mengalami kesulitan dalam mengendalikan perilaku manajemen. Dengan demikian kepemilikan institusional tidak memiliki dampak pada nilai perusahaan.

Hasil penelitian Abukosim *et al.*, (2014) dan Suranta & Merdistusi (2009) menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang disebabkan karena semakin besar kepemilikan saham oleh manajemen akan menyebabkan kecenderungan pengurangan manajemen untuk mengoptimalkan penggunaan sumber daya sehingga menurunkan nilai perusahaan. Entrenchment hypothesis menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan saham yang dimiliki pihak manajemen akan mendorong pihak

manajemen untuk lebih mengutamakan kepentingan pribadinya daripada kepentingan pemilik modal untuk meningkatkan nilai perusahaan karena memiliki hak voting dan *bargaining power* yang besar. Penurunan nilai perusahaan disebabkan oleh adanya tindakan oportunistik pihak manajemen. Pihak manajemen lebih mengutamakan pendapatan yang tinggi daripada kepentingan para pemegang saham untuk meningkatkan nilai perusahaan (Sukirni, 2012; Suteja, et al., 2009).

Hasil penelitian Sutrisno dan Sari (2020) juga menemukan bahwa tidak ada pengaruh antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menjelaskan bahwa proporsi kepemilikan manajerial yang cenderung sedikit, sehingga penerapan kepemilikan manajerial dalam membantu menyatukan kepentingan antara manajerial dan pemilik agar meningkatkan kinerja belum berjalan efektif. Hal tersebut menandakan adanya kepemilikan manajerial dalam perusahaan masih belum mampu menyeimbangkan kepentingan pemegang saham diluar manajemen.

Mahadwartha (2003) menemukan hubungan yang *non-monotonic* antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan yang diproksi dengan nilai *tobin's Q*. Penelitian yang sama dilakukan oleh Srivastava (2011) yang menemukan bahwa struktur kepemilikan baik manajerial maupun instutisional tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Hal tersebut diakibatkan oleh adanya faktor lain seperti ekonomi, politik, kontekstual dan lain-lain.

Berdasarkan uraian dari beberapa penelitian terkait hubungan antara *ownership structure* dengan *firm value*, maka dapat ditetapkan hipotesis sebagai berikut :

H4 : *Ownership structure* berpengaruh terhadap *firm value* pada perusahaan sektor manufaktur di BEI.

#### **5. Hubungan *Ownership Structure* dan *Sustainable Competitive Advantage (SCA)***

Persaingan dalam era global saat ini mengalami perkembangan yang sangat pesat sehingga menghasilkan perubahan paradigma yang signifikan dari sebelumnya. Semakin ketatnya persaingan dalam dunia bisnis menuntut pimpinan perusahaan untuk mengubah pola bisnisnya dimana pola bisnis sebelumnya berupa pola tradisional yang hanya berfokus kepada sumber daya fisik menjadi pola bisnis yang berbasis pengetahuan (Tarigan, 2011). Perubahan tersebut adalah perubahan pola manajemen berbasis tenaga kerja menjadi manajemen berbasis pengetahuan, sehingga karakteristik utama perusahaannya berubah menjadi perusahaan yang berbasis ilmu pengetahuan. Pengetahuan telah diakui sebagai komponen bisnis yang penting dan sumber daya strategis yang lebih berkelanjutan untuk memperoleh dan mempertahankan keunggulan bersaing (Solikhah, 2010).

Teori pemangku kepentingan menurut Ulum (2016) bahwa secara tidak langsung memaksa manajemen perusahaan untuk secara optimal

mengelola seluruh potensi sumber daya yang dimilikinya guna menciptakan nilai tambah (*added value*) sekaligus mendorong peningkatan kinerja keuangan yang pada gilirannya dapat memberikan manfaat bagi seluruh pemangku kepentingan termasuk institusi yang terlibat dalam perusahaan.

Pengaruh kepemilikan institusional terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) menurut Roviko dan Suaryana (2018) berpengaruh positif, mereka mengemukakan bahwa proporsi kepemilikan saham institusional yang tinggi dapat menjadi alat *monitoring* yang baik untuk mengawasi kinerja perusahaan sehingga hal tersebut akan meningkatkan kinerja *intellectual capital*. Semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional di dalam perusahaan maka akan membantu pengawasan terhadap pengelolaan investasi salah satunya pada *intellectual capital* perusahaan. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian Putriani (2010) dan Supradnya (2016) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kinerja *intellectual capital*. Salah satu faktor yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan adalah kepemilikan institusional. Adanya kepemilikan institusional dalam suatu perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan agar lebih optimal terhadap kinerja manajemen karena kepemilikan saham merupakan sumber kekuatan yang dapat digunakan untuk mendukung ataupun sebaliknya terhadap kinerja manajemen.

Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *Sustainable*

*Competitive Advantage* (SCA) dilakukan oleh Ningsih (2017) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan yang positif diantara keduanya. Manajer yang mempunyai kepemilikan saham di perusahaan, akan menyejahterakan perusahaannya, karena secara otomatis kepentingan pribadinya juga akan terpenuhi. Banyak usaha-usaha yang diciptakan oleh manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan. Salah satu caranya adalah dengan meningkatkan investasi pada *intellectual capital* perusahaan. Kinerja *intellectual capital* yang baik diyakini dapat meningkatkan keunggulan kompetitif perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besarnya kepemilikan manajerial dalam perusahaan, maka semakin baik pengelolaan *intellectual capital* perusahaan tersebut. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ang *et.al.*, (1999); Singh *et.al.*, (2003) dalam Purwanto (2011) menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin efisien pemanfaatan asset perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa dengan adanya keterlibatan dan dukungan darimanajer maka *intellectual capital* yang dimiliki perusahaan akan dikelola dan dimanfaatkan secara efisien sehingga kinerja *intellectual capital* perusahaan akan semakin meningkat.

Kualitas yang harus dimiliki oleh sumber daya agar mereka dapat mewujudkan keunggulan kompetitif yang berkelanjutan bagi perusahaan. Sumber daya harus berharga, langka, tidak dapat ditiru, dan tidak dapat bergerak di seluruh perusahaan. Karena sumber daya lebih sering umum daripada langka, lebih banyak homogen daripada heterogen dan lebih

mobile daripada tidak bergerak, maka perusahaan harus menggabungkan sumber daya secara berurutan untuk mengembangkan proses yang langka dan sulit untuk ditiru yang akan bertindak sebagai sumber keunggulan kompetitif yang berkelanjutan (Kabue & Kilika, 2016). Hal tersebut sesuai dengan pendapat yang dikemukakan oleh Rumelt dan Lippman (1982) yang mengandaikan bahwa keunggulan kompetitif hanya dapat berkelanjutan jika kapabilitas yang menciptakan keunggulan didukung oleh sumber daya yang tidak mudah ditiru oleh pesaing. Kemampuan manajerial penting bagi perusahaan dan merupakan kompetensi utama yang berbeda yang dapat dimiliki perusahaan digunakan untuk mengembangkan dan mempertahankan keunggulan kompetitif.

Berdasarkan uraian dari beberapa penelitian terkait hubungan antara *ownership structure* dengan *Sustainable Competitive Advantage* (SCA), maka dapat ditetapkan hipotesis sebagai berikut :

H5 : *Ownership structure* berpengaruh terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) pada perusahaan sektor manufaktur di BEI.

## **6. Hubungan *Investment Decision* terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA)**

Perusahaan yang memiliki manajemen modal kerja efisien yang lebih tinggi maka tingkat keuntungan untuk daya saing dalam industri dan pengaruh yang lebih tinggi pada keberlanjutan perusahaan. Hasil

penelitian Vorasubin & Chareonngam (2007) menemukan bahwa terdapat hubungan yang positif antara investasi dengan *Sustainable Competitive Advantage* (SCA). Hasil penelitiannya mengidentifikasi bahwa investasi modal yang efektif sebagai kemampuan keuangan yang penting terbagi atas dua jenis investasi yaitu investasi tidak berwujud dan berwujud. Investasi dalam aset tidak berwujud dapat digunakan untuk mengembangkan yang baru, operasi teknologi dan sistematisasi, sementara investasi pada aset berwujud membantu meningkatkan efisiensi produksi dan meningkatkan kualitas produk dan layanan. Perusahaan dengan investasi yang efektif pada aset tidak berwujud dan berwujud memberikan keuntungan lebih dari perkiraan pesaing.

Hasil temuan Rupert (1998) memperkuat pernyataan bahwa keputusan investasi memiliki pengaruh yang positif terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA). Temuannya mengungkapkan bahwa berkurangnya atau bahkan hilangnya nilai aktiva tetap dalam neraca perusahaan tidak menyebabkan terjadi hilangnya penghargaan pasar terhadap perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari banyaknya perusahaan yang memiliki aktiva tidak berwujud yang tidak signifikan dalam laporan keuangannya tetapi penghargaan pasar atas perusahaan tersebut tetap tinggi. Fenomena ini dapat dilihat ketika terdapat selisih antara nilai pasar dan nilai buku suatu perusahaan. Hal itu terjadi karena adanya *hidden asset* yang tidak diungkapkan dalam laporan keuangan perusahaan

tersebut.

Menurut Fama dan Miller (1972) investasi merupakan suatu aktivitas yang mana pada saat ini menunda konsumsi dulu dengan tujuan memperoleh nilai konsumsi atau keuntungan yang lebih besar di masa depan. Investasi perusahaan bisa berupa sumberdaya yang *tangible* dan *intangible*. Hal tersebut sesuai dengan teori *Resource-Based View* (RBV) yang memandang bahwa untuk mencapai keunggulan bersaing, maka perusahaan harus menggunakan kekuatan internal dalam mengeksploitasi peluang dan menetralsir ancaman lingkungan serta menghindari adanya kelemahan internal. Agar terjadi keberlanjutan keunggulan bersaing adalah dengan menggunakan sumberdaya dan kapabilitas perusahaan secara efektif dan efisien (Wernerfelt, 1984; Barney, 1991; Grant, 1991). Perusahaan harus memanfaatkan dengan sebaik mungkin investasi pada sumberdaya dan kapabilitas yang ada agar memiliki keunggulan bersaing.

Hasil investasi dari perusahaan besar dalam pengelolaan dan pengembangan *intellectual capital* akan memiliki lebih banyak fasilitas-fasilitas yang memadai dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga hal tersebut akan menarik lebih banyak investor dan tenaga kerja yang berkualitas baik. Tenaga kerja yang berkualitas baik akan memiliki kompetensi dan kecapakan yang baik dan dapat meningkatkan kinerja *intellectual capital* perusahaan (El-Banany, 2012).

Investasi *human capital* yang terdiri dari pengalaman, pelatihan dan pendidikan berpengaruh terhadap orientasi strategis perusahaan.

Studi yang dilakukan oleh Boland dan Harfer (1998) membuktikan bahwa perusahaan dengan *investasi research and development* dan *human capital* yang lebih tinggi memiliki strategi orientasi yang lebih baik. Zahra et al. (2005) menyatakan bahwa pengalaman global berhubungan positif dengan orientasi strategi manajemen. *Human capital theory* yang dikembangkan oleh Becker (1993) mengemukakan bahwa investasi dalam pelatihan untuk meningkatkan *human capital* adalah penting sebagai investasi dari bentuk-bentuk modal lainnya, *human capital* merupakan kombinasi dari pengetahuan, bakat dan pengalaman sikap dalam hidup dan bisnis (Hudson dalam Juwita & Anggnaini 2007).

Preffer dalam Endni (2010) menyatakan bahwa kesuksesan suatu perusahaan dalam menghadapi persaingan pasar ditentukan oleh *human capital*, bukan *physical capital* dan makanya perusahaan dianjurkan untuk melakukan investasi dalam berbagai pelatihan untuk meningkatkan sumber daya pengetahuan, keahlian dan kemampuan karyawan yang lebih baik dibandingkn dengan pesaing. Oleh karena itu pengeluaran perusahaan untuk aktivitas pelatihan dan pengembangan SDM sangat penting dilakukan untuk mempertahankan dan meningkatkan keahlian dan pengetahuan pekerja, Agar mampu menciptakan *competitive advantage* yang berkelanjutan (Barney, 1991).

Berdasarkan uraian dari beberapa penelitian terkait hubungan antara *investment decision* dengan *Sustainable Competitive Advantage* (SCA), maka dapat ditetapkan hipotesis sebagai berikut :

H6 : *Investment decision* berpengaruh terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) pada perusahaan sektor manufaktur di BEI.

## **7. Hubungan *Financing Decision* terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA)**

Hasil penelitian Fonseka *et al.*, (2014) menemukan bahwa terdapat hubungan yang positif antara melalui hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa sumber-sumber kemampuan keuangan perusahaan mengeluarkan ekuitas dan obligasi, dan kemampuan perusahaan untuk membiayai pinjaman bank mempengaruhi daya saing pertumbuhan dan pertumbuhan berkelanjutan. Mereka lebih lanjut menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan untuk menerbitkan ekuitas lebih sensitif untuk mengubah pertumbuhan kompetitif dan pertumbuhan berkelanjutan daripada kemampuan untuk mengeluarkan obligasi korporasi. Hasil juga mengungkapkan bahwa sumber eksternal dari kemampuan pembiayaan tentu saja merupakan penting untuk daya saing dalam industri mereka dan keberlanjutan perusahaan di Cina. Pembiayaan bank tidak memberikan keuntungan bagi daya saing dalam jangka pendek. Namun demikian sangat penting untuk keberlanjutan dalam jangka panjang.

Penelitian tentang pengaruh keputusan pendanaan terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dilakukan oleh Putri (2012) yang menemukan bahwa terdapat hubungan yang positif antara utang dengan keberlangsungan perusahaan. Hasil temuannya mengemukakan

bahwa utang yang diambil oleh perusahaan maka membuat ekuitas dari perusahaan akan meningkat yang nantinya digunakan dalam peningkatan kapasitas sumberdaya perusahaan. Peningkatan sumberdaya perusahaan tentunya akan membuat perusahaan memiliki SDM yang berkualitas yang tidak dimiliki oleh perusahaan lain sehingga akan membuat perusahaan mampu mempertahankan eksistensinya. Temuan lainnya yang sejalan yaitu hasil penelitian Riviko dan Suaryana (2018) dan Oktavianti (2014) yang menemukan hubungan positif antara *financing decision* dengan *Sustainable Competitive Advantage* (SCA). Hal tersebut disebabkan karena perusahaan yang memiliki jumlah dana yang besar maka akan melakukan investasi yang besar dalam pengelolaan *intellectual capital* yang menyebabkan perusahaan memiliki SCA yang tinggi pula.

Hasil penelitian lainnya menemukan hal yang berbeda yaitu keputusan pendanaan berpengaruh negative terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA). Hertina *et al.*, (2019) dan Suropto (2019) menemukan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap nilai dan keberlangsungan perusahaan. Kepemilikan utang yang lebih tinggi dianggap tidak sejalan dengan keinginan pemegang saham. Pengadaan utang yang lebih mudah dianggap sebagai kebijakan manajer sepihak dan tidak melibatkan pemegang saham. Kondisi ini mengakibatkan kurangnya kepercayaan dari pemegang saham. Terkait dengan adanya penerapan keberlanjutan yang dilakukan oleh perusahaan awalnya bertujuan untuk meningkatkan transparansi informasi termasuk kepada pemegang saham.

Namun, kepemilikan utang yang besar dapat berakibat kurang optimalnya respons investor atas penerapan keberlanjutan tersebut. Alasan lainnya yaitu perusahaan yang memiliki hutang akan membayar kewajiban pokok dan bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak. Hal tersebut akan secara otomatis mengurangi pembiayaan untuk meningkatkan *intellectual capital* yang akan menurunkan daya saing perusahaan untuk dapat mempertahankan keberlangsungannya.

Erat kaitanya dengan *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Barney (1991); Rose, dan Thomsen (2004) menunjukkan bahwa baik reputasi perusahaan akan memiliki karakteristik aset tidak berwujud. Ketika perusahaan telah memiliki sumber daya dan kemampuan yang tak tergantikan dan tidak dapat direplikasi, perusahaan akan memilih dan menerapkan strategi untuk mendapatkan keuntungan di atas rata-rata. Sumber daya lain yang dibutuhkan oleh SCA adalah pendanaan. Konsep keputusan keuangan menjadi penting bagi perusahaan dalam menentukan sumber-sumber pendapatan pendanaan, karena akan mempengaruhi pola pendanaan dalam kegiatan perusahaan (Yuliani dan Umrie, 2016).

Dalam mempertahankan SCA perlu dilakukan keputusan pembiayaan, namun dalam beberapa kasus keputusan tersebut masih dianggap membahayakan keberlangsungan perkembangan suatu perusahaan, hal tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Chen dkk (2020) menyatakan bahwa terdapat penurunan kinerja terhadap

nilai kontrak atau kesepakatan yang dibiayai oleh nilai utang, hal tersebut berdasar pada pembiayaan utang mengisyaratkan pada pelunasan sebesar pokok dan bunga. Penelitian tersebut searah dengan keputusan dividend yang berlaku pada perusahaan yang terdapat di Indonesia, keputusan dividen yang berlaku belum di anggap dapat menstabilkan SCA bagi perusahaan, hal tersebut disebabkan oleh perusahaan Indonesia cenderung untuk mengkompensasi tata kelola perusahaan yang rendah melalui pembayaran dividen yang lebih tinggi, dengan bersandar pada perolehan transparency and disclosure index (TDI) score yang dikembangkan oleh Kowalewski *et al.*, (2008) sebesar 32,75% dari poin maksimum sebesar 40,69% (Aulia dkk., 2015).

Berdasarkan uraian dari beberapa penelitian terkait hubungan antara *financing decision* dengan *Sustainable Competitive Advantage* (SCA), maka dapat ditetapkan hipotesis sebagai berikut :

H7 : *Financing decision* berpengaruh terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) pada perusahaan sektor manufaktur di BEI.

#### **8. Hubungan *Dividend Policy* terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA)**

Dalam menghadapi persaingan, perlu adanya upaya yang mengarah pada *Sustainable Competitive Advantage* (SCA), seperti menjalin relasi baru, membangun kreativitas, memperkuat sinergi bisnis, dan proses yang efektif dan efisien. Jika perusahaan selalu unggul maka

akan berdampak pada meningkatkan kinerja yang pada akhirnya akan dapat memberikan investasi yang memuaskan nilai bagi pemegang saham (Wahyudi & Tristiarto, 2020). Keunggulan yang dialami oleh perusahaan dapat menjadi keuntungan (*bottom line*) perusahaan yang menjadi laba. Laba merupakan informasi tunggal yang paling signifikan dan dipelajari dengan cermat dalam laporan keuangan perusahaan dengan jelas merinci profitabilitas aktual perusahaan dibandingkan dengan perkiraan analis, pesaing, kinerja historisnya sendiri dan rekan industri. Laba terletak sebagai penentu utama harga saham perusahaan publik karena, mereka dapat digunakan untuk meningkatkan pendapatan futuristik perusahaan sebagai investasi oleh perusahaan, atau mereka dapat digunakan sebagai hadiah dividen kepada pemegang saham (Oko, Nnmesirionye & Onodi, 2021).

Kebijakan pembayaran dividen mempunyai peranan penting pada setiap perusahaan. Keputusan untuk membayar dividen akan menjaga citra perusahaan tetap baik. Hal tersebut akan memiliki pengaruh kuat terhadap laba perusahaan. Setiap perusahaan memiliki pertimbangannya untuk menetapkan berapa besar dividen yang akan dibayarkan kepada para pemilik saham (Ullah & Bagh, 2020). Dividen adalah pembagian keuntungan perusahaan terhadap para pemilik sahamnya. Jika suatu perusahaan menghasilkan laba atau surplus, ia dapat membagikan sebagian dari laba itu kepada pemegang saham sebagai dividen. Sisa laba setelah dividen, laba ditahan, akan diinvestasikan kembali di masa

depan (Nguyen et al., 2021).

Penelitian terkait pengaruh kebijakan dividen terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dilakukan oleh Khan *et al.*, (2016) yang menemukan bahwa terjadi hubungan yang negative diantara keduanya. Pembayaran dividen yang tinggi berarti bahwa perusahaan memiliki lebih sedikit uang dalam bisnisnya. Perusahaan dengan dividen tinggi cenderung menarik investor yang lebih menyukai aliran pendapatan yang dijamin konstan daripada harga pertumbuhan saham yang tinggi. Sedikitnya ekuitas dalam perusahaan akan membuat kurangnya biaya yang digunakan untuk meningkatkan *intellectual capital* yang dapat mengakibatkan perusahaan tidak dapat berkompetisi sehingga tidak mampu mempertahankan keberlangsungannya. Khan *et al.*, (2016) juga mengemukakan bahwa perusahaan dengan pembayaran dividen yang rendah berarti perusahaan akan kembali dalam pertumbuhan bisnis, sehingga keuntungan modal masa depan yang lebih tinggi bagi investor. Kebijakan dividen juga mempengaruhi program pendanaan perusahaan dan anggaran modal untuk sumber pendanaannya. Anggaran untuk peningkatan *intellectual capital* merupakan salah satu faktor yang diperkirakan akan dipengaruhi oleh rasio pembayaran dividen (Yuniarta, 2014).

Dalam usaha perusahaan mempertahankan *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) pengaruh investor sebagai salah satu pilar dalam membiayai investasi dan operasi perusahaan dalam

mengoptimalkan keuntungan yang diperoleh. Seperti diketahui bahwa jika pendapatan dan keuntungan perusahaan akan turun, dividen yang dibayarkan akan turun dan harga saham pasar akan turun. Efek merugikan ini dapat dikurangi melalui peningkatan efisiensi perusahaan melalui investasi optimal dalam proses inti perusahaan yang diterjemahkan ke dalam biaya produksi yang lebih rendah dan peningkatan profitabilitas perusahaan dan akhirnya peningkatan nilai pasar perusahaan. Peningkatan nilai perusahaan yang meningkat melalui harga saham yang lebih tinggi yang timbul dari dividen yang lebih tinggi kepada pemegang modal ataupun para investor (Njagi, 2017).

Berdasarkan uraian dari beberapa penelitian terkait hubungan antara *dividend policy* dengan *Sustainable Competitive Advantage (SCA)*, maka dapat ditetapkan hipotesis sebagai berikut :

H8 : *Dividend policy* berpengaruh terhadap *Sustainable Competitive Advantage (SCA)* pada perusahaan sektor manufaktur di BEI.

## **9. Hubungan *Firm Value* terhadap *Sustainable Competitive Advantage (SCA)***

Nilai perusahaan menjadi gambaran kinerja perusahaan yang dapat memengaruhi persepsi investor dan dapat menjadi salah satu pertimbangan investor sebelum memutuskan keputusan investasinya. Nilai perusahaan yang tinggi meningkatkan keyakinan investor akan masa depan perusahaan, sehingga investor akan tetap berinvestasi di

perusahaan tersebut (Febrian, et al., 2021). Investor tentu akan memilih untuk menginvestasikan dananya pada perusahaan yang dapat menghasilkan peningkatan nilai dalam jangka panjang karena nilai perusahaan yang tinggi dapat meningkatkan kemakmuran dan kekayaan pemegang saham (Ihsani *et al.*, 2021). Peningkatan nilai kekayaan pemegang saham yang ditetapkan sebagai tujuan utama sebuah perusahaan dapat diupayakan melalui maksimalisasi nilai perusahaan (Khan & Hussanie, 2018). Investor yang menanamkan modalnya pada perusahaan akan dapat membuat perusahaan tersebut mempertahankan keberlangsungannya karena memiliki ekuitas untuk meningkatkan *intellectual capital* dari perusahaan.

Hasil penelitian Husna *et al.*, (2021) menemukan bahwa nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap keberlangsungan perusahaan. Nilai perusahaan yang rendah dapat mengancam keberlangsungan perusahaan di masa mendatang. Salah satu penyebab yang dapat menurunkan nilai perusahaan menurun yaitu adanya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer menjalankan perusahaan atas nama pemegang saham. Ketika terdapat motif tertentu, manajer dapat memengaruhi kebijakan perusahaan karena manajer memiliki diskresi baik dalam informasi keuangan maupun informasi non keuangan (Scott, 2015). Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan yang dicerminkan dalam harga pasar saham perusahaan. Dengan kata lain, pergerakan harga pasar saham

mencerminkan nilai perusahaan. Jika kinerja perusahaan baik, akan banyak investor yang berinvestasi dengan cara membeli saham sehingga harga pasar saham pun meningkat. Selanjutnya, semakin tinggi harga pasar saham perusahaan semakin tinggi nilai perusahaan dan kemakmuran bagi pemilik/pemegang saham juga semakin meningkat.

Pengaruh yang positif antara nilai perusahaan dengan *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dikemukakan oleh Barney (2012:28), yang dikenal dengan *Resources Based View* (RBV), menyatakan bahwa keunggulan bersaing dapat dicapai apabila strategi penciptaan nilai yang diimplementasikan oleh perusahaan, secara simultan tidak dapat diimplementasikan oleh pesaing. Brockbank dan Ulrich (2005:6), menyatakan bahwa keunggulan bersaing muncul ketika sebuah perusahaan mampu melakukan sesuatu yang unik, sedangkan menurut Hitt *et al.*, (2005:5), perusahaan memiliki keunggulan bersaing ketika perusahaan dapat mengimplementasikan suatu strategi dan perusahaan lain tidak dapat memalsukannya atau akan memerlukan biaya yang besar untuk dapat melakukan replikasi. Salah satu cara yang digunakan untuk mengukur keunggulan bersaing adalah melalui rasio keuangan. Rasio keuangan adalah sebuah indeks yang menghubungkan dua angka akuntansi dan didapat dengan membagi satu angka dengan angka lainnya (Horne,2009:202). Rasio keuangan dapat mencerminkan berbagai strategi yang diterapkan perusahaan untuk mencapai tujuannya, yaitu menciptakan nilai bagi perusahaan.

Berdasarkan uraian dari beberapa penelitian terkait hubungan antara *firm value* dengan *Sustainable Competitive Advantage (SCA)*, maka dapat ditetapkan hipotesis sebagai berikut :

H9: *Firm value* berpengaruh terhadap *Sustainable Competitive Advantage (SCA)* pada perusahaan sektor manufaktur di BEI.

#### **10. Hubungan *Ownership Structure, Investment Decisions* dan *Sustainable Competitive Advantage (SCA)***

Pengaruh struktur kepemilikan terhadap SCA melalui investasi yaitu memiliki pengaruh positif (Swandari, 2008). Hal tersebut disebabkan karena dengan tingginya kepemilikan oleh institusional di dalam perusahaan maka akan membantu pengawasan terhadap pengelolaan investasi salah satunya *intellectual capital* sehingga perusahaan akan memiliki kemampuan dalam mempertahankan keberlangsungannya. Temuan tersebut sejalan dengan hasil penelitian Putriani (2010) dan Supradnya (2016) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kinerja *intellectual capital*.

Stakeholder merupakan kelompok maupun individu yang dapat mempengaruhi atau dipengaruhi oleh sebuah proses pencapaian tujuan suatu organisasi (Freeman, 1984). Kepemilikan saham yang besar oleh institusional akan menyebabkan dilakukannya pengawasan yang lebih optimal kepada manajerial dalam pengelolaan sumberdaya

yang dimiliki oleh perusahaan. Salah satu kebijakan yang dilakukan oleh investor intitusional dalam meningkatkan keuntungan jangka Panjang perusahaan yaitu kebijakan pengelolaan *intellectual capital*. Kinerja *intellectual capital* akan meningkat seiring dengan terdapatnya investor institusional yang melakukan pengawasan optimal sehingga terjadi efisiensi dalam pengelolaan *intellectual capital* (Bohdannowicz, 2013).

Pengelolaan yang lebih efektif akan terbentuk dari bantuan *stakeholder* kepada pihak manajemen perusahaan sehingga mereka akan lebih mengerti lingkungan perusahaan. Investor menginginkan *return* yang tercermin dalam laba akuntansi merupakan suatu alat ukur yang tepat dan akurat sehingga perlu adanya keakuratan dalam penciptaan *return*. Dalam upaya penciptaan nilai bagi perusahaan, manajemen harus mampu mengelola seluruh sumber daya yang dimiliki yaitu berupa tenaga kerja (*human capital*), aset fisik (*physical capital*) maupun structural capital (Frederick and Meek, 2010).

Penelitian yang dilakukan oleh Ang et.al., (1999); Singh et.al., (2003) dalam Novitasari (2009) menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin efisien pemanfaatan aset perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa dengan adanya keterlibatan dan dukungan dari manajer maka *intellectual capital* yang dimiliki perusahaan akan dikelola dan dimanfaatkan secara efisien sehingga kinerja *intellectual capital* perusahaan akan semakin meningkat.

Perusahaan yang dapat menciptakan aset tidak berwujud yang

baru, mengembangkan, memelihara, serta dapat memperbaharui aset tersebut maka akan memiliki kemampuan untuk mewujudkan sebuah nilai yang dalam jangka panjang dapat meningkatkan kekayaan perusahaan sehingga *intellectual capital* akan membuat perusahaan mampu bersaing di pasar global (Santosus, 2002).

Temuan yang berbeda lainnya yaitu hasil penelitian Roviko dan Suaryana (2018) yang menemukan bahwa tidak ada pengaruh *ownership structure* terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) melalui *investment decision*. Hal tersebut disebabkan karena Kepemilikan institusional yang terdiri dari perusahaan-perusahaan pengelolaan dana di Indonesia belum mempertimbangkan *intellectual capital* sebagai salah satu kriteria untuk melakukan investasi, sehingga para investor tidak menuntut pihak manajemen perusahaan untuk mengungkapkan laporan mengenai *intellectual capital* dalam *annual report* yang mengakibatkan tidak terjadinya pengaruh terhadap kinerja *intellectual capital* di dalam perusahaan.

Berdasarkan uraian dari beberapa penelitian terkait hubungan antara *ownership structure*, *investment decision* dan *Sustainable Competitive Advantage* (SCA), maka dapat ditetapkan hipotesis sebagai berikut :

H10 : *Ownership structure* berpengaruh terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dengan *investment decisions* sebagai variabel intervening pada perusahaan sektor manufaktur di

BEI.

### **11. Hubungan *Ownership Structure*, *Financing Decisions* dan *Sustainable Competitive Advantage (SCA)***

Perusahaan yang memiliki kemampuan kemudahan untuk akses ke pembiayaan bank akan memberikan keunggulan pada daya saing dan keberlanjutan perusahaan dibandingkan dengan yang tidak. Sektor perbankan secara regional tersegmentasi yaitu sumber keuangan tidak dimobilisasi secara luas dan bank komersial mengalokasikan dana sumber daya keuangan dengan cara tidak efisien (Cull *et al.*, 2009 dan Boyreau-Debray, 2003). Berdasarkan hasil penelitian tersebut ditemukan bahwa pengembangan pembiayaan formal hanya membantu perusahaan besar. Perusahaan kecil menjadi lebih terbatas secara keuangan dan akses keuangan dibandingkan dengan perusahaan besar (Dollar *et al.*, 2003). Oleh karena itu, perusahaan besar lebih menikmati keuntungan untuk daya saing industri melalui akses pembiayaan eksternal daripada perusahaan kecil.

Hasil penelitian Putri (2012) menemukan adanya pengaruh positif antara kepemilikan institusional terhadap keberlangsungan perusahaan melalui kebijakan pendanaan. Hal tersebut disebabkan oleh keputusan institusional dalam pengelolaan dana yang baik sehingga perusahaan memiliki lebih banyak dana untuk digunakan dalam pengembangan serta pengelolaan *intellectual capital* yang akan membuat perusahaan dapat

mempertahankan keberlangsungannya. Memiliki SDM yang kreatif dan inovatif maka membuat perusahaan akan mampu bersaing dan memenangkan kompetisi di dalam pasar. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Penrose (1959) yang mengemukakan bahwa secara tepat menguasai aset-aset strategis yang penting yaitu aset berwujud dan tidak berwujud, maka perusahaan akan unggul dalam persaingan bisnis (Penrose, 1959).

Greenwood dan Jovanic dalam Fonseka *et al* (2014) menemukan bahwa perusahaan yang lebih kecil tidak mampu memiliki dana dalam pengembangan layanan dan mendorong pertumbuhan agrerat. Oleh karena itu, menurut Du dan Girma dalam Fonseka *et al.*, (2014) menemukan bahwa perusahaan kecil paling dirugikan karena tidak dapat mengakses keuangan sebab kelemahan mendasar dari lingkungan kelembagaan. Perusahaan kecil mendapat manfaat yang tidak proporsional dari pengembangan sistem keuangan yang melonggarkan pembiayaan yang selanjutnya akan menyebabkan tidak dapat mempertahankan keberlangsungannya.

BUMN mendapatkan keuntungan karena daya saing dalam industri dimenangkan oleh perusahaan milik swasta dalam jangka pendek. Keuntungan ini mencegah kebangkrutan BUMN bahkan yang mereka hadapi laba negatif dan kinerja rendah. BUMN menikmati akses yang lebih besar ke pembiayaan bank dan memperoleh pinjaman dalam jumlah besar dari sistem perbankan (Bai *et al.* , dalam Fonseka *et al.*

(2014). Perusahaan milik pribadi didiskriminasi dalam hal akses ke pendanaan eksternal (Allen *et al.*, 2005). Kebalikan untuk BUMN, investasi swasta sangat mempengaruhi kemampuan pendanaan perusahaan (Hericourt & Poncet, 2009; Poncet *et al.*, 2010). Kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keberlanjutan. Profitabilitas BUMN rendah dalam jangka panjang dan mungkin karena biaya berulang yang tinggi.

Peng *et al.*, (2000) menunjukkan bahwa perusahaan swasta kebal terhadap kerangka kerja institusional yang tertanam di dalamnya. Kemampuan pembiayaan internal perusahaan tidak memberikan keuntungan yang signifikan dibandingkan dengan kemampuan pendanaan eksternal perusahaan. Namun, pembiayaan sendiri oleh perusahaan berdampak positif dan secara signifikan mempengaruhi keberlanjutan perusahaan dalam jangka panjang. Ayyagari *et al.*, (2016) dan Cull *et al.*, (2009) mendukung penelitian bahwa pertumbuhan aktiva perusahaan dipengaruhi oleh ketersediaan internal menghasilkan modal karena sulitnya melakukan mengakses keuangan eksternal.

Bagi perusahaan yang sudah memiliki *distinctive asset*, operasi asset spesifik menimbulkan masalah lanjutan yaitu tingginya biaya implementasi, penguatan dan pembangunan agar *asset* tersebut terus dapat menciptakan keunggulan kompetitif dalam jangka panjang. Oleh karenanya menurut (Lee-Hsien *et al.*, 2015; Vilasuso dan Minkler, 2001)

strategi level korporat seperti ini akan berpengaruh langsung terhadap strategi level fungsional keuangan yaitu strategi pendanaannya. Strategi pendanaan untuk memperoleh asset yang unik berbeda dengan pendanaan atas asset yang lainnya (Vicente dan Lorente, 2001; ). Harga pasar asset spesifik yang tidak dapat diketahui secara pasti membuat *recovery rate* dari asset tersebut apabila asset tersebut harus dilikuidasi menjadi sangat rendah (Benmelech, 2009 ). Rendahnya *recovery rate* dan sulitnya untuk mengkalkulasi nilai asset yang spesifik menyebabkan pembiayaan asset spesifik menjadi sangat berisiko dan akan dihindari oleh bank (James dan Kizilaslan, 2014). Pendanaan asset spesifik dapat diduga lebih banyak menggunakan instrumen saham (Williamson, 2010).

Apabila Williamson (2010) menduga pendanaan asset spesifik cenderung menggunakan saham maka lain halnya dengan De Vita *et al.*, (2011) membangun kerangka pikir yang berbeda. Menurut De Vita *et al.*, (2011), asset yang spesifik memiliki ciri yang khusus yaitu kerahasiaan yang tinggi atas karakteristiknya, proses operasi, dan hubungannya dengan faktor-faktor internal perusahaan yang sangat spesial. Kerahasiaan tersebut harus dijaga agar keunggulan bersaing yang didasarkan pada asset tersebut dapat *sustainable*. Melalui kerangka logik seperti ini, pendanaan asset yang spesifik justru cenderung menggunakan pendanaan internal dan jika pendanaan internal tidak mencukupi maka menggunakan sumber pendanaan eksternal baik dalam instrument hutang maupun saham. Oleh karena instrumen hutang relatif lebih longgar dari

*governance structure* dibandingkan saham maka urutan penggunaan pendanaan eksternal dimulai dari hutang baru menggunakan saham. Pola pendanaan seperti ini sesuai dengan *pecking order theory*. *Pecking order theory* menyatakan struktur modal perusahaan disusun secara berurutan disesuaikan dengan tingkat ketersediaannya yaitu dari pembiayaan internal, lalu dengan instrumen hutang berisiko rendah dan akhirnya ekuitas sebagai pilihan terakhir. Penelitian yang menguji secara empirik hubungan strategi pendanaan dan keunikan asset perusahaan masih relatif minim (Chakraborty, 2010 dan Vicente-Lorente, 2001 ) karena merupakan pertemuan dari dua bidang riset yaitu manajemen strategi dan keuangan dimana kedua bidang itu memiliki rerangka pikir yang jauh berbeda.

Hasil uji empirik Fan *et al.*, (2012) dan Chakraborty (2010) ini mendukung beberapa kerangka teoritis. Misalnya besarnya asset tetap yang dapat berfungsi sebagai kolateral hutang menyebabkan rendahnya *agency costs of debt* dimana pemberi hutang dapat lebih terlindungi dari keputusan manajer dan pemegang saham yang berisiko. Peluang pertumbuhan yang direpresentasikan jumlah asset tidak berwujud berhubungan terbalik dengan jumlah hutang perusahaan. Hutang perusahaan berhubungan terbalik dengan *bankruptcy costs* (yang ditunjukkan oleh *cash flows volatility* dan *default probability*). Hubungan terbalik antara tingkat profitabilitas dan rasio hutang membuktikan kesesuaian teori *pecking order theory* dengan realitas, dimana pola

pendanaan dipengaruhi oleh adanya information asymmetries antara potential lenders dan manajer (Lee-Hsien *et al.*, 2015).

Perusahaan BUMN sebagai perusahaan negara memiliki karakteristik khusus dalam penentuan keputusan struktur modalnya karena governance yang berbeda dengan perusahaan lain (Mingyue, 2011). Dukungan pemerintah dalam bentuk finansial menjadi faktor penting agar perusahaan BUMN tidak mengalami kesulitan keuangan. Bentuk dukungan keuangan yang paling sering adalah penempatan dana pemerintah sebagai modal perusahaan. Bentuk dukungan finansial lainnya dapat berupa jaminan proyek oleh pemerintah, dana pendampingan dari pemerintah, atau pemerintah menghubungkan perusahaan dengan sumber-sumber pendanaan yang memberikan biaya dana yang lebih murah seperti dana dari lembaga-lembaga keuangan internasional yang memang bertujuan untuk mendorong pembangunan di negara-negara anggotanya (Mingyue, 2011).

Perusahaan yang tergabung dalam sebuah konglomerasi memiliki strategi pendanaan yang khas dibandingkan dengan perusahaan yang berdiri sendiri (Chakraborty, 2013). Konglomerasi menempatkan semua perusahaan yang berada di dalam grup usahanya dalam sebuah portfolio usaha yang saling sinergi dalam menjalankan strategi konglomerasi secara bersamaan. Apabila di dalam konglomerasi ada perusahaan lain yang berada pada tahap *introduction* maka prioritas pendanaan lebih didahulukan pada perusahaan yang berada pada tahapan tersebut

daripada perusahaan yang berada pada tahap *growth* karena mencari pendanaan eksternal untuk perusahaan pada tahap *introduction* relatif lebih sulit karena prospek pasar seringkali belum jelas (Du dan Girma, 2012.).

Berdasarkan uraian dari beberapa penelitian terkait hubungan antara *ownership structure*, *financing decisions* dan *Sustainable Competitive Advantage (SCA)*, maka dapat ditetapkan hipotesis sebagai berikut :

H11 : *Ownership structure* berpengaruh terhadap *Sustainable Competitive Advantage (SCA)* dengan *financing decisions* sebagai variabel intervening pada perusahaan sektor manufaktur di BEI.

## **12. Hubungan *Ownership Structure*, *Dividend Policy* dan *Sustainable Competitive Advantage (SCA)***

Keputusan untuk pembagian dividen ini tentunya membutuhkan keputusan andil para manajemen karena hal ini terkait dengan jalannya operasional perusahaan serta manajemen memiliki hak dalam penentuan pembagian kebijakan dividen (Sumartha, 2018). Pembagian dividen harus melalui proses persetujuan RUPS, dan harus ditimbang apakah keuntungan yang dimiliki perusahaan akan diberikan pada shareholder sebagai dividen ataupun keuntungan tersebut ditahan untuk memperbesar investasi perusahaan, timbangan tersebut dapat dikatakan sebagai kebijakan dividen. Hal tersebut mengindikasikan bahwa

pemegang saham berpengaruh terhadap keberlangsungan perusahaan melalui kebijakan deviden. Keputusan terhadap kebijakan deviden akan menentukan investasi dan salah satunya adalah *intellectual capital* yang akan mempengaruhi keberlangsungan perusahaan dalam jangka panjang.

Menurut Pratiwi *et al.*, (2016) kebijakan deviden merupakan sebuah keputusan perihal pembagian laba dalam suatu perusahaan yang biasanya dilakukan di akhir tahun untuk diberikan ke shareholder berupa deviden ataupun dijadikan *retained earnings* yang bertujuan untuk menambahkan modal sebagai pendanaa investasi di masa depan.

Temuan ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Brigham dan Houston (2001) tentang *bird in the hand theory*, bahwa pemegang saham lebih menyukai deviden yang tinggi karena memiliki kepastian yang tinggi dibandingkan *capital gain*. Hasil penelitian menemukan bahwa melalui *bird in the hand theory* maka *ownership structure* berpengaruh negative terhadap *Sustainable Sustainable Competitive Advantage (SCA)* melalui kebijakan deviden. Keputusan pemegang saham untuk pembagian deviden yang tinggi menyebabkan kurangnya terhadap investasi sehingga perusahaan tidak memiliki *intellectual capital* dalam menghadapi persaingan pasar. Temuan ini juga sejalan dengan hasil penelitian Lace *et al.*, (2013) mengemukakan bahwa terdapat pengaruh antara *foreign ownership*, kebijakan deviden dan keberlangsungan perusahaan. Hasil penelitian Bataineh (2021), membuktikan bahwa kepemilikan asing cenderung membayar deviden yang lebih rendah, karena kepemilikan

asing lebih memilih untuk menginvestasikan kembali sebagian besar pendapatan mereka untuk membiayai pertumbuhan jangka panjang dan ekspansi (*capital gain*) daripada dividen jangka pendek.

Hasil penelitian yang negative juga dikemukakan oleh Eveline dan Amanah (2017) bahwa deviden yang didapat dari laba operasi merupakan sumber pendanaan yang bermanfaat untuk ekspansi perusahaan. Keputusan para pemegang saham untuk tidak membagikan deviden akan meningkatkan pendanaan untuk kegiatan investasi termasuk *intellectual capital* yang selanjutnya akan meningkatkan keunggulan bersaing dari perusahaan.

Berdasarkan uraian dari beberapa penelitian terkait hubungan antara *ownership structure*, *dividend decision* dan *Sustainable Competitive Advantage* (SCA), maka dapat ditetapkan hipotesis sebagai berikut :

H12 : *Ownership structure* berpengaruh terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dengan *dividend decisions* sebagai variabel intervening pada perusahaan sektor manufaktur di BEI.

### **13. Hubungan *Ownership Structure*, *Firm Value* dan *Sustainable Competitive Advantage* (SCA)**

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Yulianti & Umrie (2016) menyatakan bahwa terdapat signifikansi antara keunggulan kompetitif yang berkelanjutan dengan struktur kepemilikan, hal tersebut sesuai dengan Murwaningsari (2014) mengemukakan bahwa jika peran struktur

kepemilikan didukung oleh SCA yang tinggi, maka akan didapatkan hubungan yang kuat antara struktur kepemilikan dengan kinerja pasar. Diketahui bahwa tujuan akhir dari perusahaan adalah untuk mencapai kinerja yang unggul. Agar hal ini terjadi, sebuah perusahaan dalam suatu industri harus memiliki sumber keunggulan kompetitif yang sulit ditiru oleh perusahaan lain dalam industri. Sebuah perusahaan yang berharap untuk memiliki sumber keunggulan kompetitif yang berkelanjutan harus mengembangkan strategi yang akan membantunya menggabungkan sumber dayanya dalam cara yang tidak dapat ditiru oleh pesaing. Adanya *ownership structure* dan *dividend policy* dapat menjadi alat yang digunakan guna mempertahankan keunggulan kompetitif yang berkelanjutan.

*Ownership structure* memiliki pengaruh yang positif terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) melalui *firm value* (Perdana, 2014). Menurut Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan konsep *theory of the firm* bahwa tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan tidak akan tercapai apabila terjadi sebuah konflik agensi. Nilai perusahaan yang rendah akan menyebabkan pihak investor tidak akan menanamkan modalnya kepada perusahaan sehingga mengakibatkan kekurangan pendanaan dalam melakukan peningkatan *intellectual capital* dalam rangka mempertahankan keberlangsungan dari perusahaan.

Hasil penelitian Yanto (2018) dan Sutrisno dan Sari (2020) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap

*Sustainable Competitive Advantage* (SCA) melalui nilai perusahaan. Jika profitabilitas sebagai indikator nilai perusahaan tinggi akan menarik para pemilik saham untuk meningkatkan kepemilikan sahamnya dan hal tersebut merupakan sebuah sinyal bagi para investor untuk menanamkan modalnya, hal tersebut akan membuat perusahaan memiliki sumber pendanaan dalam meningkatkan *intellectual capital* sehingga perusahaan memiliki kemampuan dalam mempertahankan keberlangsungannya.

Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian Tarjo (2018) mengemukakan bahwa kepemilikan institusional mampu menumbuhkan tingkat nilai perusahaan yang dapat melalui pemanfaatan informasi dan juga mampu menangani konflik agensi. Besarnya kepemilikan institusional akan meningkatkan nilai perusahaan karena adanya pengawasan yang lebih oleh pihak pemegang saham sehingga perusahaan akan mampu melakukan persaingan melalui kinerja manajemen dalam mempertahankan keberlangsungan perusahaan. Penelitian lain yang sesuai yaitu menurut Perdana (2014) mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial akan meningkatkan nilai perusahaan sehingga akan mampu mempertahankan keberlangsungannya. Kepemilikan manajerial yang tinggi akan membuatnya berkinerja dengan maksimal karena semakin besar keuntungan yang akan diperoleh, hal tersebut secara otomatis akan meningkatkan kinerja perusahaan sehingga turut meningkatkan *Sustainable Competitive Advantage* (SCA).

Menurut Listiyowati dan Indarti (2018) mengatakan bahwasannya

nilai perusahaan adalah sebuah pandangan investor kepada perusahaan dan sering dihubungkan dengan harga saham. Nilai perusahaan yang tinggi juga dapat digambarkan dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi. Hal ini sangat berdampak bagi perusahaan karena pasar akan menilai bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik dan memiliki prospek dimasa yang akan datang. Harga saham dan tingkat pengembalian investasi yang tinggi akan menarik investor untuk menanamkan modalnya sehingga perusahaan akan memiliki kemampuan dalam peningkatan *intellectual capital* untuk dapat mempertahankan keberlangsungannya.

Temuan bahwa *ownership structure* tidak berpengaruh terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) melalui *firm value* dikemukakan oleh Julianti (2015) dan Sutrisno dan Sari (2020). Manajemen beranggapan bahwa profitabilitas yang tinggi sebagai cerminan nilai perusahaan akan dinikmati oleh pemegang saham selain manajer sehingga manajer yang memiliki saham tidak dapat menikmati keuntungan yang diperoleh perusahaan. Hal tersebut yang menyebabkan konflik keagenan yaitu perbedaan kepentingan antara *principle* dengan *agent*. Hasil ini juga mengindikasikan bahwa proporsi kepemilikan manajerial yang tinggi tidak bisa menjamin kinerja keuangan yang baik dan belum tentu bahwa investor dalam menginvestasikan modalnya melihat kinerja perusahaan berdasarkan tingkat profitabilitas. Ada kemungkinan faktor-faktor lain dari nilai perusahaan yang mempengaruhi *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) seperti leverage, ukuran perusahaan, dan kualitas laba

di perusahaan tersebut.

Berdasarkan uraian dari beberapa penelitian terkait hubungan antara *ownership structure*, *dividend policy* dan *Sustainable Competitive Advantage* (SCA), maka dapat ditetapkan hipotesis sebagai berikut :

H13 : *Ownership structure* berpengaruh terhadap *Sustainable Competitive Advantage* (SCA) dengan *firm value* sebagai variabel intervening pada perusahaan sektor manufaktur di BEI.