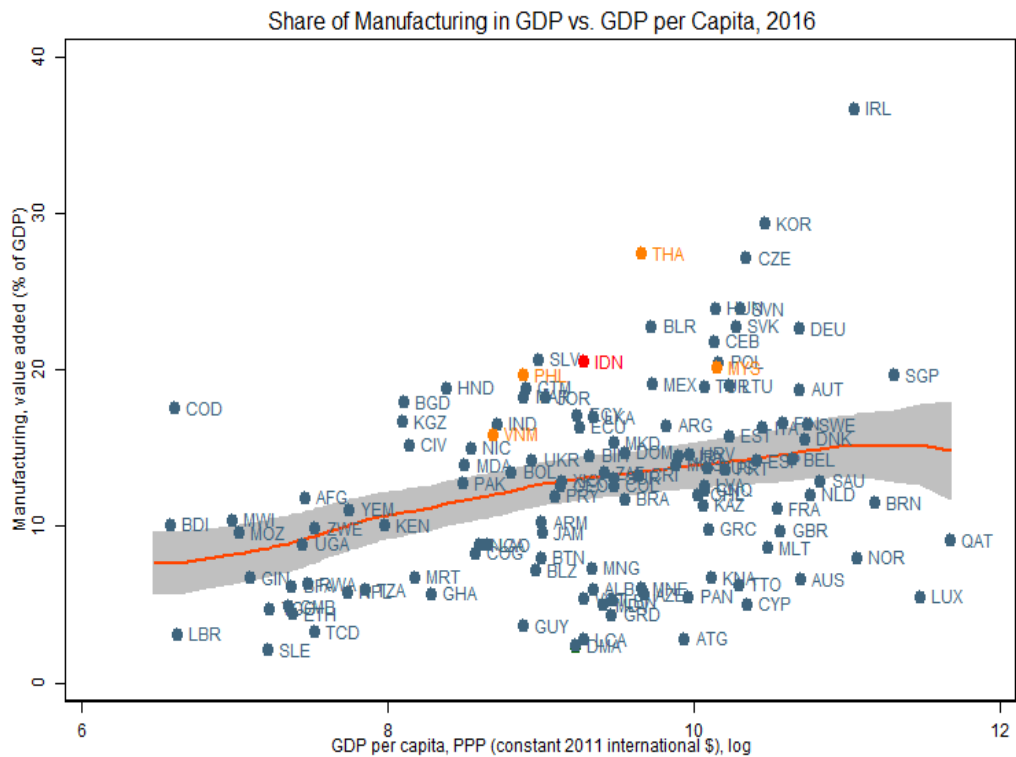


# 1 PENDAHULUAN

## Latar Belakang

Deindustrialisasi merupakan proses yang berkebalikan dari industrialisasi, dimana deindustrialisasi merupakan penurunan kontribusi sektor manufaktur terhadap Produk Domestik Bruto (PDB). Penurunan dapat terjadi pada aspek output produksi dan tenaga kerja sehingga sektor kegiatan manufaktur mengalami penurunan nilai tambah. Investasi sendiri memiliki peranan terhadap pertumbuhan ekonomi. Kajian Ernita *et al.* (2013) terkait model persamaan simultan, investasi secara parsial memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Gambar 1 menunjukkan bahwa kontribusi industri manufaktur di Indonesia masih pada tingkat yang relatif tinggi, terutama jika dibandingkan dengan negara Vietnam, Filipina, dan Malaysia pada tahun 2016.



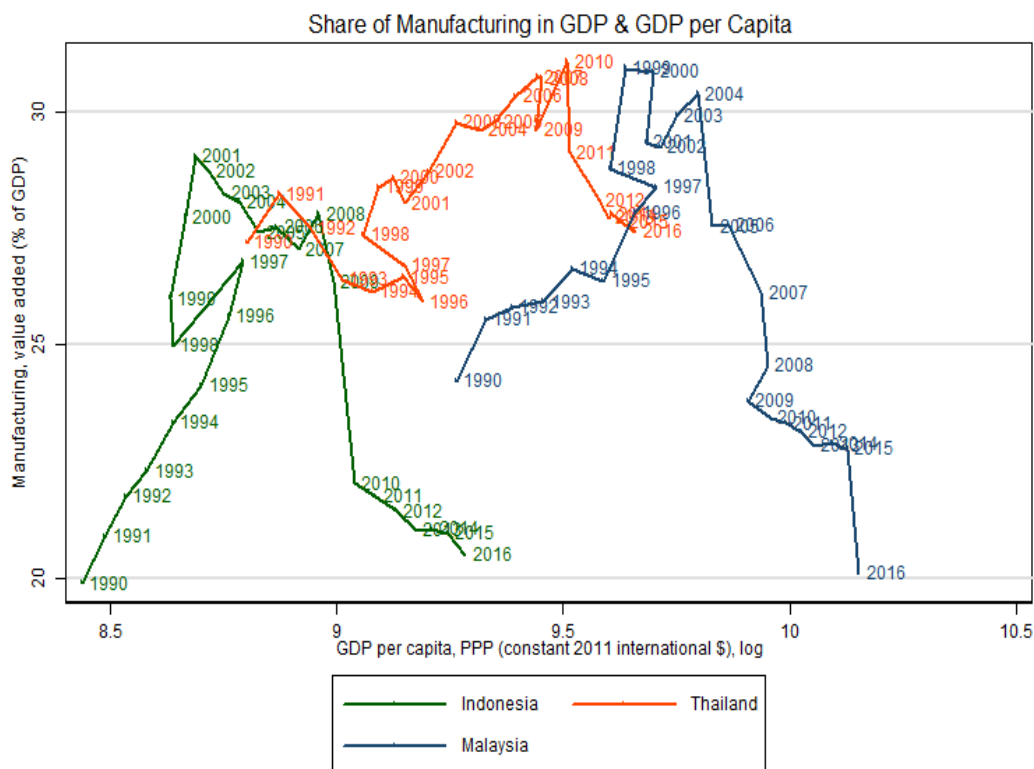
Sumber: World Bank (2018)

Gambar 1 Kontribusi industri manufaktur terhadap GDP vs GDP per kapita tahun 2016

Disisi lain, Gambar 2 menunjukkan bahwa kontribusi industri manufaktur di Indonesia mengalami penurunan yang lebih cepat dibandingkan Thailand dan Malaysia. Penurunan kontribusi industri manufaktur di Indonesia terjadi mulai tahun 2001 dan bahkan belum menyentuh angka kontribusi sebesar 30 persen. Malaysia dan Thailand sudah mencapai bahkan melebihi angka kontribusi 30 persen sebelum mengalami penurunan kontribusi. Hal tersebut mengindikasikan

terjadinya deindustrialisasi yang lebih cepat di Indonesia dibandingkan negara tetangga di Asia Tenggara.

Menyikapi fenomena tersebut perlu didorong kegiatan investasi perusahaan manufaktur untuk memperlambat penurunan tersebut, sehingga dapat mendorong output dan meningkatkan nilai perusahaan. Kegiatan investasi merupakan keputusan tersulit bagi manajemen perusahaan karena akan mempengaruhi nilai perusahaan (Vranakis and Chatzoglou 2012). Nilai perusahaan sendiri sering dikaitkan dengan harga saham artinya apabila harga sahamnya baik dan stabil maka diprediksikan nilai perusahaannya juga akan baik. Selain itu menurut penelitian yang dilakukan oleh Ragab dan Omran (2006) diketahui bahwa harga saham dapat sebagai indikator keberhasilan perusahaan, sehingga pihak manajer keuangan sering dituntut melakukan segala strategi agar harga saham perusahaan tinggi untuk memaksimalkan kemakmuran para investor maupun untuk meningkatkan nilai perusahaan di pasar. Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan manajemen keuangan, sehingga keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama dan French 1998).



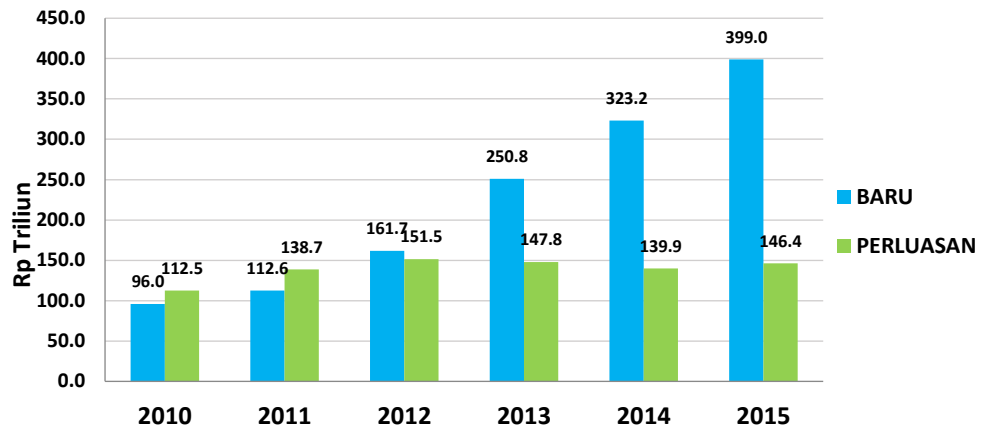
Sumber: World Bank (2018)

Gambar 2 Kontribusi industri manufaktur terhadap GDP vs GDP per kapita periode tahun 1990-2016

Dalam kajian mengenai keputusan investasi yang ditemukan pada Fama dan French (1998) serta Chen *et al.* (2014), keputusan investasi perusahaan secara signifikan mempengaruhi kinerja perusahaan, karena kinerja perusahaan merespon positif untuk investasi yang lebih baik, dan keuntungan dari investasi meningkatkan

profitabilitas perusahaan. Investasi yang meningkat akan berdampak pada peningkatan pendapatan nasional (Ernita *et al.* 2013). Indonesia sebagai salah satu negara berkembang merupakan pasar yang menarik bagi investor untuk memutuskan berinvestasi di Indonesia.

Gambar 3 menunjukkan investasi proyek baru meningkat signifikan sepanjang 2013 hingga 2015. Namun investasi pada proyek perluasan cenderung menurun pada periode yang sama. Hal ini dapat dipahami bahwa investasi proyek baru mendominasi dari keseluruhan investasi yang ada pada periode 2010 hingga 2015.



Sumber: BKPM (2015)

Gambar 3 Penanaman modal berdasarkan proyek baru dan perluasan tahun 2010-2015

Berdasarkan Tabel 1 diketahui bahwa secara keseluruhan target investasi tercapai. Lebih jelasnya jika dilihat dari masing-masing tahun, ketidaktercapaian target investasi hanya terjadi pada tahun 2014, yakni target investasi sebesar 506.9 triliun sedangkan realisasi investasi hanya sebesar 463.1 triliun. Ketidaktercapaian target investasi ini disebabkan oleh investasi dalam negeri maupun investasi modal asing.

Tabel 1 Target dan realisasi investasi (Rp Triliun)

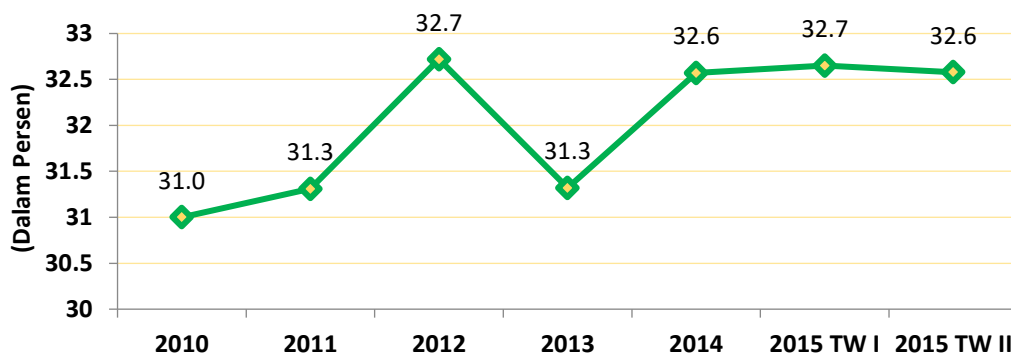
Tahun	Target Penanaman Modal	Realisasi
2010	208.5	208.5
2011	240.0	251.3
2012	283.5	313.2
2013	390.3	398.6
2014	506.9	463.1
2015	519.5	545.4

Sumber : BKPM (2015)

Gambar 4 menunjukkan kontribusi investasi terhadap PDB fluktuatif namun memiliki kecenderungan meningkat jika dilihat secara keseluruhan pada 2010-2015. Melihat besarnya peranan investasi, menjadikan keputusan investasi harus

dilakukan dengan cermat dalam menetapkan keputusan investasi yang baik dengan risiko yang masih dapat dikelola atau ditanggung oleh perusahaan.

Keputusan investasi dapat dialokasikan pada investasi jangka pendek maupun jangka panjang. Keputusan investasi dapat juga dilakukan melalui investasi modal yang merupakan aspek utama dari keputusan investasi. Investasi modal merupakan salah satu aspek utama dalam keputusan investasi selain penentuan komposisi aktiva. Keputusan pengalokasian modal ke dalam usulan investasi harus dievaluasi dan dihubungkan dengan risiko dan hasil yang diharapkan (Pindyck 2015, Efni *et al.* 2012).



Sumber : BKPM (2015)

Gambar 4 Kontribusi investasi terhadap PDB 2010 s.d 2015 atas dasar harga berlaku menurut pengeluaran

Henry dan Chari (2002), menyatakan bahwa dengan analisis data deret waktu (1980 – 1994) dari 369 perusahaan publik di 5 negara (India, Jordania, Korea, Malaysia dan Thailand) terdapat peningkatan nilai rata-rata Tobin-Q dan investasi sekitar pada periode liberalisasi (1988 secara umum). Pada analisis *cross-section* menunjukkan bahwa realokasi investasi fisik setelah liberalisasi tidak menunjukkan korelasi yang signifikan dengan perubahan risiko sistematis dan peluang investasi. Selaras dengan itu, Andati (2012) menemukan bahwa liberalisasi keuangan dan kebijakan moneter tidak langsung berpengaruh terhadap keputusan investasi perusahaan, sementara struktur permodalan menjadi salah satu pertimbangan perusahaan untuk melakukan investasi. Selain itu kajian Sriwardiningsih (2010) menemukan bahwa kebijakan fiskal di Indonesia memberi dampak signifikan terhadap peningkatan investasi di Indonesia, terutama pada kegiatan Penanaman Modal Asing, sedangkan kegiatan Penanaman Modal Dalam Negeri memiliki pengaruh kebijakan yang tidak nyata.

Melihat bahwa peranan dari kebijakan moneter yang tidak langsung berdampak pada individual perusahaan maupun tidak berdampak nyata pada PMDN menunjukkan bahwa banyak faktor lain yang mempengaruhi suatu investasi baik pada internal maupun eksternal perusahaan. Fuss dan Vermeulen (2004) menjelaskan dalam penelitiannya bahwa efek makroekonomi (perubahan harga) tidak memiliki pengaruh langsung terhadap keputusan investasi perusahaan dan cenderung mengubah keputusan investasi mereka akibat faktor internal perusahaan itu sendiri.

Industri manufaktur memiliki peran yang besar terhadap produk domestik bruto (PDB). Pada tahun 2015 industri pengolahan menyumbang sebesar 490.469,7 milyar rupiah atau 21.63 persen terhadap PDB berdasarkan nilai konstan 2010 (BPS 2016). Selain besarnya pangsa industri manufaktur terhadap PDB, penyerapan tenaga kerja pada industri manufaktur non migas juga menempati urutan atas sehingga membaik tidaknya kinerja sektor industri manufaktur mempunyai dampak nyata baik terhadap ekspor, penyerapan tenaga kerja maupun ekonomi secara keseluruhan. Selaras dengan itu, berdasarkan data BPS penduduk 15 tahun ke atas yang bekerja di industri manufaktur pada tahun 2015 mencapai 16.282.756 jiwa atau sebesar 13.56 persen dari total angkatan kerja (BPS 2016).

Sektor manufaktur diyakini sebagai sektor yang dapat mendorong sektor lain dalam sebuah perekonomian menuju kemajuan (Kemendag 2011). Besarnya peranan sektor manufaktur terhadap perekonomian dan besarnya peluang pasar di Indonesia serta tingkat produktivitas sektor manufaktur yang semakin efisien tentunya menjadikan sektor manufaktur menjadi sangat menarik bagi investor maupun calon investor untuk melakukan investasi pada sektor ini.

Kajian Aivazian *et al.* (2003) serta Lang *et al.* (1996) menyatakan bahwa salah satu aspek penting dalam perusahaan adalah keputusan investasi, yakni keputusan investasi yang dilakukan perusahaan sangat penting artinya bagi kelangsungan hidup perusahaan yang bersangkutan. Mc Connel dan Muscarella (1985) menguji gagasan dalam kaitannya dengan tingkat pengeluaran *research* dan *development* perusahaan. Hasil kajian menemukan kenaikan pengeluaran modal, relatif meningkatkan harapan investor pada nilai perusahaan yang akan datang, mengakibatkan kenaikan *return* saham pada sekitar waktu pengumuman, dan sebaliknya *return* negatif atas perusahaan yang melakukan penurunan pengeluaran modal. Secara umum, temuan ini menunjukkan bahwa keputusan investasi yang dilakukan mengandung informasi yang berisi sinyal-sinyal terkait prospek perusahaan dimasa yang akan datang.

Kajian Gaver dan Gaver (1993) juga menyatakan bahwa pilihan investasi di masa depan tidak hanya pada proyek-proyek yang didanai dari kegiatan riset dan pengembangan, namun juga kemampuan mengeksploitasi kesempatan untuk memperoleh keuntungan. Keuntungan yang tinggi disertai dengan risiko yang bisa dikelola dan diharapkan, dapat meningkatkan nilai perusahaan dan kemudian dapat meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham.

Kajian-kajian terdahulu yang menguji mengenai persaingan dan investasi ditemukan pada beberapa penelitian diantaranya Haushalter *et al.* (2007), Xu (2012) yang menunjukkan bahwa sifat persaingan pasar produk mempengaruhi pembiayaan dan pilihan investasi perusahaan dan arus kas. Selain itu kajian Alimov (2014) menemukan keputusan penting perusahaan secara fundamental dipengaruhi oleh persaingan di pasar produk. Teori dan bukti empiris lainnya yang juga menunjukkan bahwa keputusan investasi perusahaan dipengaruhi oleh tekanan-tekanan kompetitif, karena persaingan sebagai siklus bisnis yang berbeda mempengaruhi jumlah dan stabilitas arus kas perusahaan (Mello dan Wang 2012).

Selain itu terdapat kajian yang menangkap hubungan keagenan terhadap keputusan investasi perusahaan yakni kajian Myers dan Majluf (1984), Jensen (1986), serta Fazzari *et al.* (1988) yang menyatakan bahwa masalah asimetri informasi antara: manajemen dan lembaga keuangan; konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dan investor minoritas; serta antara manajemen dan

pemegang saham telah terbukti secara signifikan mempengaruhi keputusan investasi perusahaan.

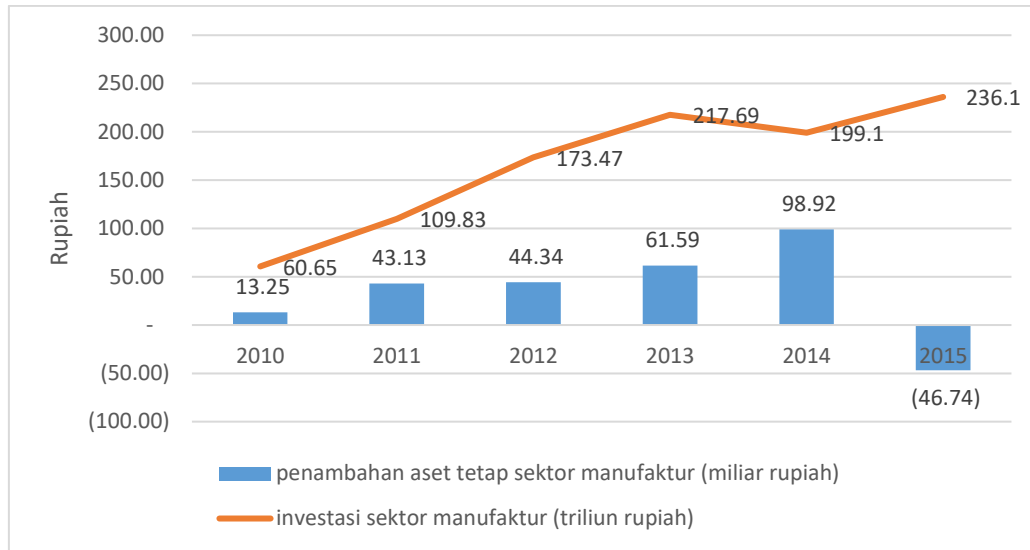
Manajer keuangan harus berhati-hati dalam mengambil keputusan investasi baik itu menentukan waktu yang tepat untuk investasi maupun banyaknya dana yang akan dialokasikan, jangan sampai dana tersebut *over* atau *under investment* (Riyanto 1991). Hal ini karena bila dana tersebut berlebihan perusahaan akan mendapatkan beban perusahaan yang lebih besar dan dapat berakibat biaya produksi yang lebih besar, sedangkan bila investasi tersebut kurang maka dapat berakibat produksi perusahaan yang tidak mencapai target atau tidak dapat memenuhi kebutuhan pasar.

### Perumusan Masalah

Investasi memiliki kaitan erat dengan teori keagenan. Hal ini karena teori keagenan didirikan pada tujuh asumsi dasar: kepentingan pribadi, konflik tujuan, rasionalitas dibatasi, asimetri informasi, keunggulan efisiensi, penghindaran risiko, dan informasi sebagai komoditas (Eisenhardt 1989). Dua bentuk teori keagenan telah dikembangkan: positivis dan *principal-agent* (Jensen 1983). Peneliti positivis menekankan mekanisme pemerintahan atau pengelolaan terutama di korporasi besar. Misalnya, Davis *et al.* (1997) yang menggali terkait perlindungan kepentingan pemegang saham, meminimalkan biaya keagenan dan memastikan *alignment* kepentingan. Dan teori keagenan *principal-agent* memiliki pendekatan yang lebih teoritis dan perlu diuji secara empiris.

Investasi berperan penting bagi pertumbuhan bisnis suatu perusahaan maupun perekonomian untuk lebih luasnya. Besarnya peranan suatu investasi menjadikan tiap-tiap institusi menerapkan target investasi serta melakukan segala aktivitas untuk mendukung realisasi target investasi. Keputusan investasi merupakan suatu hal yang penting karena hal ini terkait dengan profitabilitas yang akan diperoleh perusahaan bahkan lebih lanjut berdampak pada nilai perusahaan (Karuna 2007, Laksmana dan Yang 2015). Pelaksanaan investasi sangat penting untuk perusahaan untuk sukses dan keberlangsungan hidup masa depan, serta tergantung pada prediksi yang benar dan keputusan yang benar dilakukan oleh manajer perusahaan.

Berdasarkan Gambar 5 diketahui bahwa investasi sektor manufaktur pada periode 2010-2015 memiliki trend yang meningkat meskipun sempat turun pada tahun 2014. Disisi lain, aset tetap sektor manufaktur cenderung menurun signifikan sebesar 46.74 miliar rupiah pada tahun 2015. Hal ini menunjukkan bahwa investasi aset tetap yang bersifat jangka panjang tidak mengalami perkembangan dan bahkan berkurang, padahal investasi sangat penting bagi perusahaan manufaktur.



Sumber: BEI (2016, Diolah)

Gambar 5 Penambahan aset tetap dan investasi sektor manufaktur

Dalam penelitian Mutlu *et al* (2016) dan Bruce *et al* (2005) penerapan teori keagenan diragukan dapat diterapkan pada perusahaan berkembang dalam konteks budaya non anglo saxon dan pada perusahaan yang berada pada pasar yang masing berkembang (Young *et al* 2008). Selain itu Sundaramurthy dan Lewis (2003) menyatakan bahwa pada pasar yang tidak efisien, teori keagenan tidak akan menghasilkan hasil yang konsisten. Hal tersebut sesuai dengan Hill (1992) yang menyatakan bahwa teori agensi bekerja berdasarkan asumsi bahwa pasar efisien dan menyesuaikan perubahan-perubahan yang terjadi dengan cepat. Saat ini beberapa penelitian menunjukkan hasil bahwa Indonesia sendiri berada pada pasar yang tidak efisien dan berada pada memiliki efisiensi pasar dalam bentuk *weak-form* (Worthington 2005).

Menurut Hill (1992) terdapat paradigma-paradigma dalam menganalisis teori keagenan, yaitu: Perilaku strategis perusahaan; Struktur kontrak *principal-agent*; Monitoring dan penguatan kontrak *principal-agent*; dan Proses evolusi yang merubah struktur kontrak *principal-agent* serta struktur institusi yang mengeluarkan kontrak tersebut. Dalam kajiannya ditemukan bahwa perbedaan-perbedaan dari kondisi pasar mengakibatkan terjadinya hasil yang tidak konsisten, dengan menganalisa dari berbagai paradigma maka dapat memberikan hasil yang lebih komperhesif dalam penerapan teori keagenan.

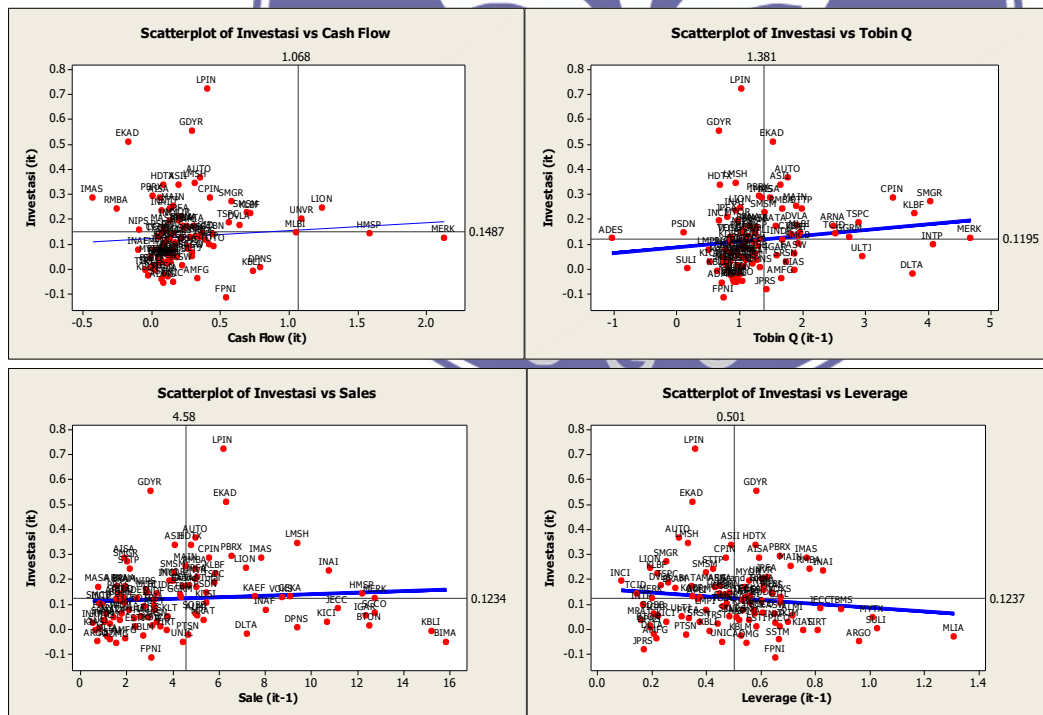
Sensitivitas investasi untuk free cash flow akan meningkat pada tingkatan tata kelola perusahaan yang kurang baik. Hal tersebut dikarenakan perusahaan yang memiliki tata kelola yang buruk memiliki kesulitan dalam pendanaan eksternal maka mereka menitikberatkan pada pendanaan dari internal. Dengan keterbatasan tersebut, maka keputusan investasi perusahaan yang memiliki *financial constraints* cenderung lebih sensitif terhadap likuiditas (Lin *et al.* 2011). Jensen (1986) menjelaskan keterkaitannya dengan teori keagenan, dimana *free cash flow* merupakan arus kas berlebih yang digunakan untuk mendanai semua proyek dengan nilai NPV setara dengan modal yang relevan. *Cash flow* yang tinggi pada perusahaan akan memperbesar konflik kepentingan antara manajer dengan

*shareholder*, dimana manajer cenderung menggunakan *cash* tersebut untuk investasi daripada membagikannya dalam bentuk *dividen* kepada *shareholder*.

Tobin q telah digunakan dalam literatur inisiasi pengumuman dividen (Lang dan Litzenger 1989) sebagai proksi untuk peluang investasi, dengan gagasan bahwa manajer dari peluang investasi perusahaan rendah (lowQ) dan sumber daya yang cukup ( arus kas yang tinggi) cenderung overinvest atau membuang kas pemegang saham mereka. Nilai dari tobin q lebih dari 1 akan menstimulus investasi, dikarenakan memberikan insentif kepada perusahaan untuk melakukan investasi, dan nilai tobin q yang lebih kecil dari 1 akan menurunkan investasi. Biaya modal marjinal dapat dapat berfungsi suku bunga relatif untuk peningkatan investasi modal yang dilakukan (Yoshikawa 1980).

Fuss dan Vermeulen (2004) menambahkan terkait hasil penelitian yang dilakukan, dimana pertumbuhan penjualan signifikan pada taraf nyata 1 persen. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan merubah keputusan investasi mereka sebagai respon terhadap pertumbuhan permintaan.

Anwar dan Sun (2014), Aivazian *et al.* (2003) mengkaji dampak *leverage* keuangan pada keputusan investasi perusahaan publik di Kanada yang menunjukkan bahwa semakin tinggi pertumbuhan perusahaan sebagai cerminan kinerja manajemen semakin menurunkan permasalahan keagenan. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa *leverage* berhubungan negatif dengan investasi dan bahwa efek negatif ini secara signifikan lebih kuat untuk perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang rendah dibandingkan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi.



Sumber: BEI (2016, Diolah)

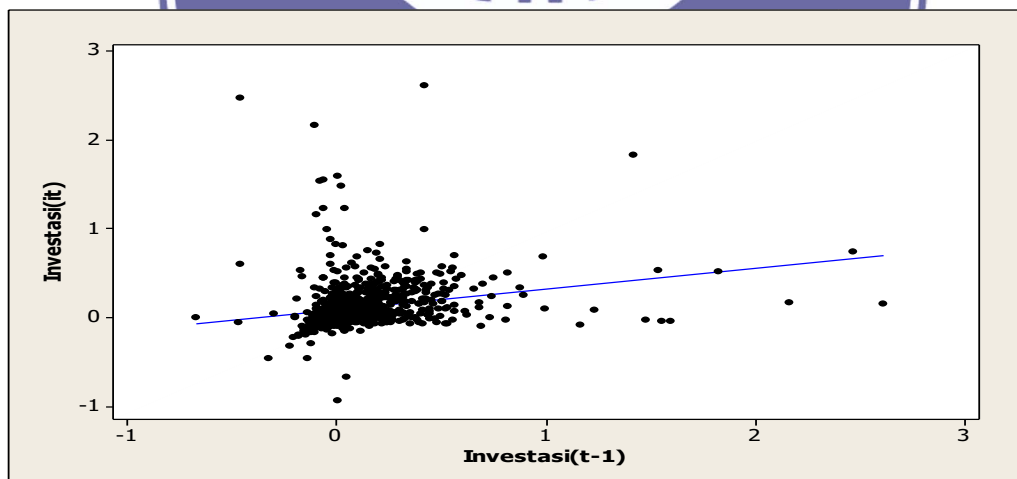
Gambar 6 Plot hubungan investasi terhadap *cash flow*, tobin q, *sales*, dan *leverage*



Gambar 6 menyajikan pola hubungan antara investasi dengan *cash flow*, tobin q, *sales*, dan *leverage* dengan variabel investasi yang dibagi atas empat kuadran pada masing-masing kombinasi variabelnya. Kuadran satu dan tiga menunjukkan pola hubungan negatif antar variabel sedangkan kuadran dua dan empat menunjukkan pola hubungan positif antar variabel. Sebaran data pada pola hubungan antara *cash flow* dengan investasi pada sampel perusahaan-perusahaan yang menunjukkan tren positif pada pola hubungan tersebut. Kemudian sebaran data pada pola hubungan antara tobin q dengan investasi pada sampel yang diteliti berada pada kuadran satu dan tiga sehingga menunjukkan tren yang positif. Sebaran data pada pola hubungan penjualan (*sale*) dengan investasi mayoritas berada pada kuadran satu dan tiga yang menunjukkan tren positif. Sedangkan pola hubungan antara *leverage* dan investasi memiliki sebaran data mayoritas pada kuadran 2 dan 4 yang menunjukkan tren negatif.

Berdasarkan literatur dan plot hubungan antar variabel diatas menunjukkan bahwa secara umum *cash flow*, tobin q, *sales* berhubungan positif dengan investasi, disisi lain variabel *leverage* justru berhubungan negatif terhadap investasi. Hal tersebut menunjukkan bahwa terdapat indikasi adanya masalah keagenan pada perusahaan manufaktur di Indonesia

Gambar 7 menjelaskan bagaimana hubungan antara variabel  $Investasi_{it}$  dan lag nya ( $Investasi_{it-1}$ ). Terdapat pola hubungan positif yang ditunjukkan oleh slope garis regresi. Hal tersebut menunjukkan bahwa terdapat pola pada investasi perusahaan manufaktur yang menunjukkan bahwa peningkatan investasi pada tahun sebelumnya memberi kontribusi untuk peningkatan investasi tahun berikutnya.

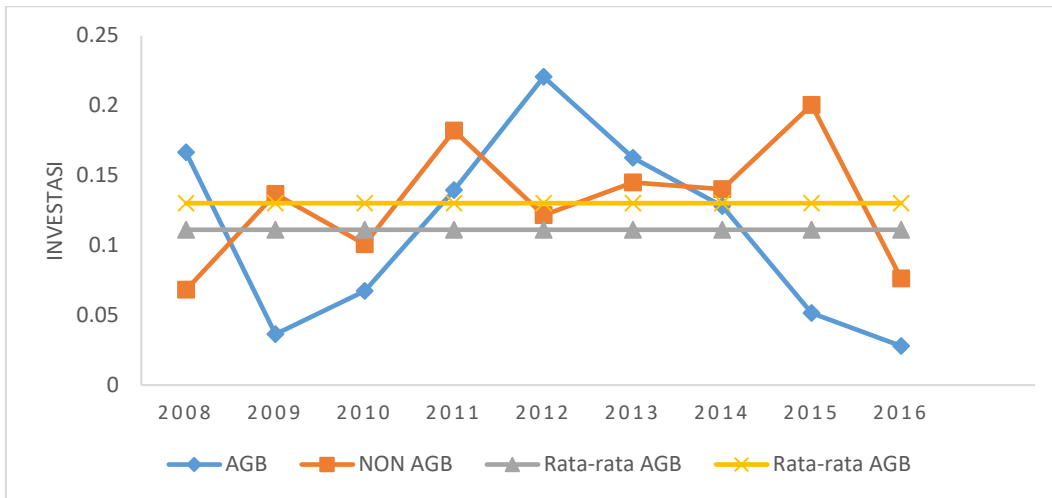


Sumber: BEI (2016, Diolah)

Gambar 7 Hubungan dinamis keputusan investasi pada perusahaan manufaktur di Indonesia

Menurut Behr (2003) keputusan investasi sangat dipengaruhi secara positif oleh investasi pada sebelumnya dan nilai Q. Sementara penelitian Carstesen dan Toubal (2004) menunjukkan bahwa *foreign direct investment* (FDI) sebelumnya ( $t-1$ ) juga berpengaruh positif terhadap FDI pada tahun ke  $t$ . Oleh karena itu penelitian

ini akan menggunakan panel dinamis untuk melihat pengaruh dari investasi sebelumnya terhadap keputusan investasi saat ini.



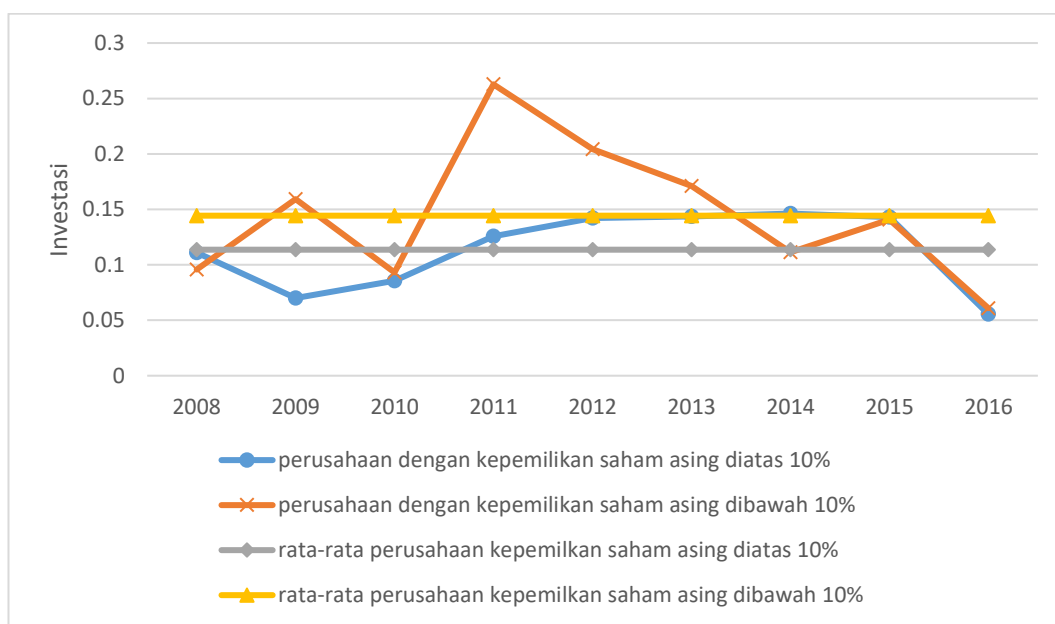
Sumber: BEI (2016, Diolah)

Gambar 8 Rata-rata investasi (rasio terhadap aset tetap awal tahun) agroindustri dan non agroindustri

Menurut Carstesen dan Toubal (2004) dengan panel data dinamis hasil yang didapatkan menjadi lebih realistis karena menggunakan semua informasi dari data *cross section* dan *time series* serta membedakan antara perubahan jangka pendek dan jangka panjang. Pergerakan rata-rata nilai investasi pada perusahaan agroindustri lebih fluktuatif dibandingkan non agroindustri. Hal ini dapat dilihat pada lonjakan penurunan nilai investasi (rasio terhadap aset tetap awal tahun) pada tahun 2009 dan 2016, serta kembali meningkat tajam di tahun 2012. Perbedaan fluktuasi tersebut mengindikasikan bahwa risiko pada perusahaan agroindustri lebih besar dibanding non agroindustri.

Salah satu kendala terpenting pada industri agro ialah investasi di bidang agroindustri kurang berkembang, antara lain karena masih adanya ketidakpastian iklim usaha dan kebijakan yang konsisten, perolehan bahan baku, prasarana dan sarana, tenaga kerja yang berkualitas, penyediaan dan jangka waktu pemanfaatan lahan usaha yang sesuai dengan hak guna usaha (HGU) dan rencana umum tata ruang (RUTR), serta sumber dana investasi dalam negeri terbatas (Deperindag 2000 dan 2005). Menurut Silva *et al.* (1996) dan Austin (1992) karakteristik kunci yang mendefinisikan dari sektor agro-industri ialah dari sifat bahan baku yang mudah membusuk, jumlah pasokan dan kualitas dari bahan baku yang sangat bervariasi dari waktu ke waktu. Hal tersebut membuat karakteristik dari pengelolaan bahan baku dan fasilitas penyimpanan pun berbeda yang membuat kebutuhan investasi pada agroindustri akan berbeda.

Berdasarkan data investasi agro dan non agro di atas serta perkembangan literturnya, dapat dikatakan bahwa fluktuasi investasi yang tinggi dan faktor teknis dan non teknis pada agroindustri menunjukkan risiko pada agroindustri lebih tinggi daripada non agroindustri. Hal ini menunjukkan bahwa perlunya penjelasan lebih lanjut terkait pertimbangan terhadap karakteristik risiko perusahaan, terutama pada agroindustri.



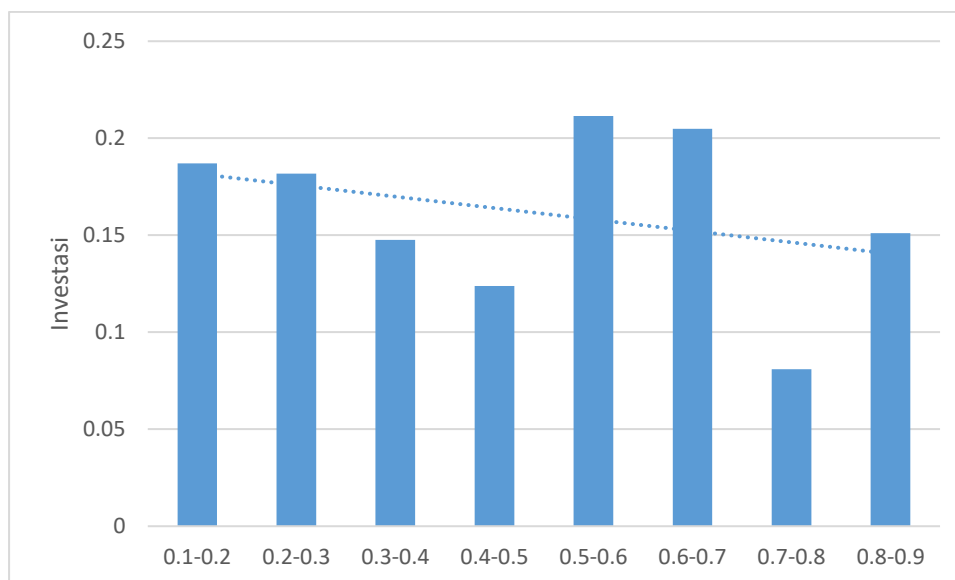
Sumber: BEI (2016, Diolah)

Gambar 9 Rata-rata investasi (rasio terhadap aset tetap awal tahun) perusahaan dengan kepemilikan saham asing diatas 10% dan dibawah 10%

Gambar 9 menjelaskan bahwa nilai rata-rata investasi perusahaan dengan kepemilikan saham asing dibawah 10% masih lebih tinggi dibandingkan kepemilikan saham asing diatas 10%. Dari sisi rata-rata investasi akumulasinya juga menunjukkan hal yang sama, dimana perusahaan dengan kepemilikan saham asing dibawah 10% masih lebih tinggi dibanding kepemilikan saham asing diatas 10%.

Meningkatnya investasi asing pada perusahaan di Indonesia memberikan gambaran fenomena meningkatnya keberadaan investor asing di perusahaan di Indonesia. Dalam kajian lainnya diketahui bahwa keputusan investasi tidak terlepas dari peran tata kelola perusahaan (Guariglia dan Yang 2015). Selain itu kajian Chen *et al.* (2014) yang menguji tingkat dan jenis kepemilikan dengan alokasi dana investasi menemukan bahwa kepemilikan suatu perusahaan memiliki peran penting dalam menentukan perilaku investasi perusahaan. Menurut Chen *et al.* (2013) kepemilikan saham institusi asing membuat perbedaan tingkat dari informasi asimetri dan agensi problem yang membuat perbedaan perilaku investasi. Kepemilikan saham institusi asing akan memitigasi agensi problem dan informasi asimetris dengan meningkatkan tatakelola perusahaan dan keuangan yang transparan.

Data nilai rata-rata invesasi dan literatur diatas menunjukkan bahwa investasi perusahaan dengan kepemilikan saham asing diatas 10% lebih rendah dibanding kepemilikan saham asing diatas 10%. Hal ini menunjukkan adanya indikasi bahwa perusahaan dengan kepemilikan saham asing diatas 10% lebih hati-hati dalam pengelolaan investasinya. Perlunya penjelasan lebih lanjut terkait pertimbangan perusahaan dengan kepemilikan saham asing.



Sumber: BEI (2016, Diolah)

Gambar 10 Rata-rata investasi (rasio terhadap aset tetap awal tahun) dan rentang nilai HHI

Gambar 10 menunjukkan nilai rata-rata investasi pada beberapa *range* HHI (0.1-0.9), dimana nilai HHI yang semakin kecil menunjukkan persaingan semakin tinggi. Tren data HHI yang semakin menurun menunjukkan semakin tinggi persaingan (HHI semakin menurun), mengindikasikan investasi perusahaan manufaktur yang semakin meningkat.

Laksmiana dan Yang (2015) serta Alimov (2014) menunjukkan persaingan turut mempengaruhi suatu keputusan investasi perusahaan. Persaingan sendiri merupakan hal yang penting untuk tumbuhnya suatu bisnis karena persaingan mengarah kepada efisiensi bisnis (Yi 2014). Selain itu kompetisi memungkinkan perusahaan untuk mengoptimalkan kinerja manajer terhadap pesaing (Laksmiana dan Yang 2015). Menurut Chen *et al.* (2014) persaingan pasar produk dapat menurunkan biaya modal ekuitas, yang artinya dengan adanya persaingan biaya agensi (*agency cost*) akan menjadi lebih efisien. Lin *et al.* (2012) menyatakan bahwa meningkatnya persaingan pasar produk akan meningkatkan efisiensi perbankan dan pembiayaan pada industri padat karya. Penelitian Jiang *et al.* (2015) menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara persaingan pasar produk terhadap investasi korporasi di negara yang perekonomiannya kuat dan dapat diprediksi seperti Tiongkok.

Data plot hubungan  $Investasi_{it}$  dan HHI menunjukkan persaingan yang tinggi mengindikasikan perusahaan melakukan peningkatan dalam investasi. Hal ini menjadi penting untuk dijelaskan lebih lanjut pada bab selanjutnya dalam penelitian ini. Perlunya mempertimbangkan perusahaan dengan kepemilikan asing dalam penentuan keputusan investasi.

Berdasarkan latar belakang permasalahan yang sudah disampaikan, maka didapatkan rumusan masalah untuk penelitian ini adalah “Bagaimana permasalahan keagenan mempengaruhi keputusan investasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?”

## Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah tersebut maka tujuan penelitian ini:

1. Mendeteksi permasalahan keagenan yang terjadi pada keputusan investasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
2. Menganalisis masalah keagenan pada keputusan investasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan mempertimbangkan karakteristik risiko perusahaan (agro-industri)
3. Menganalisis masalah keagenan pada keputusan investasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan mempertimbangkan kepemilikan saham oleh investor asing
4. Menganalisis masalah keagenan pada keputusan investasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan mempertimbangkan persaingan pasar

## Manfaat Penelitian

Penelitian yang dilakukan diharapkan dapat memberi manfaat sebagai berikut :

1. Bagi Perusahaan  
Penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran tentang persaingan pasar produk dan keputusan investasi serta pengaruhnya persaingan pasar produk terhadap keputusan investasi pada sektor manufaktur di Indonesia yang nantinya dapat digunakan pihak manajemen untuk menyusun strategi bisnisnya.
2. Bagi Investor maupun Kreditor  
Sebagai masukan bagi pemberi pinjaman dan investor dalam memahami perilaku investasi perusahaan manufaktur yang berbeda-beda antar perusahaan dan berubah-ubah sepanjang waktu, sehingga pemberi pinjaman dan investor dapat lebih cermat dalam memberikan dana kepada manajemen perusahaan.
3. Bagi Regulator  
Sebagai pertimbangan bagi pemerintah dalam pengambilan kebijakan untuk mendukung pertumbuhan dan perkuatan sektor manufaktur dalam negeri agar berdaya saing tinggi.

Penelitian ini membahas masalah keagenan pada keputusan investasi perusahaan manufaktur di Indonesia, khususnya dengan mempertimbangkan karakteristik risiko perusahaan, kepemilikan saham asing, dan persaingan pasar. Ruang lingkup perusahaan yang digunakan adalah perusahaan yang termasuk sektor manufaktur yang telah terdaftar di BEI sebelum tahun 2007 dan tidak keluar sebelum tahun 2016. Analisa ini menggunakan data laporan keuangan yang dipublikasikan oleh BEI pada tahun 2007 sampai dengan tahun 2016.

## Kebaharuan Penelitian

Seperti telah diuraikan sebelumnya, diketahui bahwa perlu dilakukan kajian terhadap keputusan investasi pada tingkatan perusahaan sehingga dapat lebih memahami fenomena terkait investasi pada sektor industri yang ada di Indonesia. Dari kajian-kajian terdahulu teori keagenan banyak digunakan dalam menjelaskan fenomena keputusan investasi perusahaan. Akan tetapi berbagai kajian menunjukkan hasil yang tidak konsisten yang dikarenakan kondisi pasar yang cenderung tidak efisien (Mutlu *et al* 2016; Young *et al* 2008; Bruce *et al* 2005; Sundaramurthy dan Lewis 2003; Hill 1992) dan teori keagenan hanya berlaku pada konteks *anglo saxon* (Bruce *et al* 2005). Hall (1992) memandang bahwa apabila terjadi perbedaan kondisi pasar diabaikan oleh peneliti, sebaiknya paradigma dalam teori keagenan dikaji secara komprehensif.

Penelitian ini berupaya untuk memberikan kajian komprehensif terkait dengan paradigma perilaku strategis perusahaan dengan menggunakan indikator persaingan yang mempengaruhi kondisi lingkungan perusahaan (Jiang *et al.* 2015; Griffith 2001; Alimov 2014; Flammer 2013; Laksmana dan Yang 2015; Cheung 2012; Yi 2014; Fresard dan Valta 2013; Melo dan Wang 2012); Struktur kontrak *principal-agent* yang diindikasikan dengan komposisi investor asing dalam kepemilikan. Dengan asumsi bahwa investor asing membawa sistem pengelolaan yang lebih baik akan tercipta dikarenakan adanya pengetahuan dan teknologi baru yang masuk dalam perusahaan (Guariglia dan Yang 2015; Chen *et al.* 2014; Shin dan Kim 2002). Dan monitoring dan penguatan kontrak *principal-agent* menggunakan indikator kebijakan struktur modal perusahaan, dimana dengan adanya biaya bunga dan pengawasan kreditur maka manajemen perusahaan akan lebih berhati-hati dalam melakukan investasi perusahaan (Anwar dan Sun 2014, Guney *et al.* 2011 Aivazian *et al.* 2003). Penelitian ini mempertimbangkan perbedaan karakteristik risiko pada perusahaan yang berbeda antara agroindustri dan non agroindustri (Austin 1992, Disperindag 2000, dan 2005). Dengan adanya penelitian ini maka diharapkan dapat memberikan suatu kajian dapat memberikan hasil yang konsisten pada kondisi pasar yang tidak efisien seperti di Indonesia secara umum dan pada suatu karakteristik industri yang berbeda seperti industri agro secara khusus.

Dari uraian di atas dapat di rumuskan keterbaharuan penelitian sebagai berikut:

1. Kajian keputusan investasi perusahaan manufaktur dalam kerangka teori keagenan pada kondisi budaya *non anglo saxon* dan *financial constraint* di Indonesia masih terbatas.
2. Keputusan investasi dengan mempertimbangkan variabel persaingan pasar di Indonesia masih terbatas.
3. Menggunakan variabel yang menggambarkan karakteristik risiko perusahaan yang berbeda dalam keputusan investasi perusahaan dalam kerangka teori keagenan.
4. Menginteraksikan pengaruh karakteristik risiko terhadap variabel yang umum digunakan dalam menganalisis keputusan investasi dalam kerangka teori keagenan yang berbeda antara agroindustri dan *non* agroindustri.