

Journal SIASAT BISNIS

P ISSN 0853-7666
E ISSN 2528-7001

Volume 21 No. 2, JULI 2017

(Journal of Strategy & Business)

TERAKREDITASI, SK NOMOR: 36A/E/KPT/2016

Journal
SIASAT
BISNIS

PERUSAHAAN KELUARGA DAN KEBIJAKAN DIVIDEN DI INDONESIA
Rahmat Heru Setianto, Putri Kartika Sari

INTENSI PEMBELIAN REUSABLE BAG: PERAN SOCIAL MARKETING
UNTUK MENCAPAI SUSTAINABLE CONSUMPTION
Ayu Ekasari

THE STRATEGY OF THE BANKING INDUSTRY IN INDONESIA: FOLLOWING
INSTITUTIONAL THEORY OR RESOURCE-BASED VIEW?
Amin Wibowo, Rebi Fara Handika

MODERATING ROLE OF FIRMS' RANK
IN ASEAN CORPORATE GOVERNANCE SCORECARD
ON EFFECT OF FOREIGN OWNERSHIP ON FIRM VALUE
Dormauli Justina, Alex Johanes Simamora

NILAI ORIENTASI ALAMI MANUSIA DAN PENGETAHUAN ORGANIK
SEBAGAI DETERMINAN PERILAKU BELI PANGAN ORGANIK
Tony Wijaya

DIVERSIFIKASI KORPORASI DAN BIAYA MODAL
Katiya Nahda, Marwan Asri

Volume 21 No. 2, Juli 2017 : 107 - 198

Condongcatur, Depok, Sleman, Yogyakarta
Telp. (0274) 881546, Fax. (0274) 882589
E-mail: jurnalsiasatbisnis@uii.ac.id
jurnalsiasatbisnis@yahoo.co.id

Journal
SIASAT
BISNIS
ISSN 0853-7666

PEDOMAN RINGKAS PENULISAN ARTIKEL

ARTIKEL JURNAL SIASAT BISNIS

1. Artikel yang dikirim merupakan suatu kajian strategi manajemen dan bisnis yang meliputi:
 - a. Manajemen Strategi
 - b. Manajemen Pemasaran
 - c. Manajemen Keuangan dan Pasar Modal
 - d. Manajemen Sumberdaya Manusia
 - e. Manajemen Operasi
 - f. Kewirausahaan
2. Artikel yang dikirim ke Jurnal Siasat Bisnis adalah artikel yang tidak sedang dikirimkan ke terbitan/jurnal lain dan belum pernah dipublikasikan di jurnal lain, jika pernah disajikan pada pertemuan ilmiah terbatas harap diberi keterangan.

SISTEMATIKA PENULISAN ARTIKEL

Artikel Hasil Penelitian

1. JUDUL
Judul ditulis singkat, jelas, informatif, dan tidak lebih dari 14 kata. Judul ditulis tebal, rata tengah, dan dengan huruf besar.
2. NAMA PENULIS, INSTITUSI, DAN E-MAIL
Nama penulis artikel dicantumkan tanpa gelar akademik disertai asal institusi dan e-mail ditempatkan di bawah judul artikel. Untuk naskah yang ditulis oleh tim, penyunting hanya berhubungan dengan penulis yang namanya tercantum pada urutan pertama.
3. ABSTRAK DAN KATA KUNCI
Abstrak ditulis dalam bahasa Indonesia dan Bahasa Inggris maksimum 150 kata dalam satu paragraf, memuat secara ringkas dan padat isi artikel tentang tujuan, metode, dan hasil penelitian. Abstrak ditulis dengan font Times New Roman dengan ukuran 11. Kata Kunci ditulis antara 3 – 5 kata.
4. PENDAHULUAN
Berisi latar belakang dan pentingnya suatu topik/tema perlu dilakukan penelitian serta masalah dipecahkan.
5. KAJIAN PUSTAKA
Berisi integrasi kajian teori, jurnal, dan publikasi ilmiah yang lain yang bersumber pada rujukan yang relevan. Jika kajian terdiri dari beberapa variabel, maka pada setiap kajian variabel memuat hal-hal penting tentang variabel tersebut, seperti pengertian, jenis pengukuran, manfaat penggunaan variabel, kaitan antar variabel, serta hipotesis.
6. METODE PENELITIAN
Berisi ringkasan cara/teknik penelitian yang dilakukan, di antaranya populasi dan sampel, variabel/indikator, skala pengukuran dan pra-tes, jenis dan teknik pengumpulan data, serta teknik analisis data.
7. HASIL ANALISIS
Berisi hal penting yang berkaitan dengan pemecahan masalah penelitian, seperti pengujian model penelitian (termasuk uji validitas dan reliabilitasnya), hasil perhitungan dan atau pembuktian hipotesis.
8. PEMBAHASAN
Berisi integrasi penjelasan atas hasil analisis yang telah dilakukan dan implikasi hasil penelitian. Kesimpulan dan rekomendasi secara implisit bisa dicerminkan juga ke dalam penjelasan di bagian ini.
9. PENUTUP
Berisi penjelasan latarbelakang keterbatasan, pemecahannya, dan kemungkinan pengembangan penelitian ke depan
10. DAFTAR PUSTAKA

Artikel Berupa Kajian Pustaka

Ketentuan dari jenis artikel ini pada dasarnya berupa hal-hal penting seperti yang ada pada ketentuan Artikel Hasil Penelitian di atas.

1. JUDUL
2. NAMA PENULIS, INSTITUSI, DAN E-MAIL
3. ABSTRAK DAN KATA KUNCI
4. PENDAHULUAN
5. KAJIAN PUSTAKA DAN PROPOSISI
6. PENUTUP
7. DAFTAR PUSTAKA

FORMAT PENULISAN

1. Artikel diketik pada satu sisi kertas kuarto dengan spasi ganda, dengan font times New Roman dan ukuran 12, kecuali kutipan langsung yang diindent, diketik satu spasi. Tiap awal paragraph diketik menjorok ke dalam lima ketukan.
2. Artikel ditulis dalam bahasa Indonesia atau bahasa Inggris yang memenuhi kaidah penulisan yang baik dan benar.
3. Panjang tulisan antara 20 – 30 halaman (tidak termasuk daftar pustaka).
4. Peringkat sub-judul (judul bagian) dinyatakan dengan jenis huruf yang berbeda (dicetak **tebal** atau **tebal dan miring**), dan tidak menggunakan angka/nomor pada judul bagian:

PERINGKAT 1 (HURUF BESAR SEMUA, TEBAL, RATA TEPI KIRI)

Peringkat 2 (Huruf Besar Kecil, Tebal, Rata Tepi Kiri)

Peringkat 3 (Huruf Besar Kecil, Tebal-Miring, Rata Tepi Kiri)

5. Perujukan sumber acuan primer diutamakan terbitan yang terkini, atau dalam rentang 10 tahun terakhir.
6. Perujukan sumber acuan berupa kutipan langsung dan tidak langsung pada teks ditulis dengan menyebut nama akhir pengarang dan tahun penerbitan sebagai berikut:
 - a. Untuk sumber kutipan dengan 2 pengarang dihubungkan dengan kata "and" jika berasal dari sumber bahasa Inggris, atau kata "dan" jika berasal dari sumber bahasa Indonesia
 - b. Untuk sumber kutipan dengan 3 pengarang atau lebih hanya ditulis: nama akhir pengarang pertama, kata "et al." jika berasal dari sumber bahasa

Inggris, atau kata "dkk" jika berasal dari sumber bahasa Indonesia, dan tahun penerbitan

- c. Kutipan langsung ditulis dalam format 1 spasi dan margin kanan-kiri masuk ke dalam sebanyak 5 ketukan (1 tab).
 - d. Contoh kutipan tidak langsung berdasarkan pada contoh sumber asli di penulisan daftar pustaka (butir 8):
 - Pendapat itu didukung oleh Kotler and Keller (2009) bahwa
 - Menurut Kotler dan Armstrong (2008) inti pemasaran adalah
 - Pengertian kualitas jasa adalah (Snipes et al., 2006).
 - Shahin (2008) mengelompokkan menjadi 7 gap kualitas jasa, yaitu....
7. Pencantuman kelengkapan pendukung (gambar dan tabel) adalah sebagai berikut:
 - a. Kelengkapan pendukung diberi keterangan berupa nomor urut (angka arab) tabel/gambar dan nama. Untuk tabel dicantumkan di atasnya, sedangkan untuk gambar dicantumkan di bawahnya.
 - b. Jika kelengkapan pendukung tersebut dikutip dari suatu sumber, harus dicantumkan sumber tersebut di bagian bawahnya.
 - c. Nomor urut kelengkapan pendukung diacu dalam teks
 - d. Jika terlalu panjang atau lebar, semua kelengkapan pendukung bisa dikelompokkan sebagai lampiran.
 8. Daftar pustaka diurutkan menurut alfabetis, tidak diberi nomor urut, dan memuat sumber-sumber yang diacu pada penulisan artikel. Hanya sumber-sumber acuan yang digunakan yang dimuat dalam daftar pustaka. Adapun cara penulisannya sebagai berikut:
 - a. Untuk pengarang pertama atau tunggal, nama pengarang yang dituliskan adalah: nama akhir pengarang, tanda koma, dan diikuti singkatan nama depan dengan huruf kapital..
 - b. Untuk nama pengarang kedua dan seterusnya, nama pengarang yang dituliskan adalah: singkatan nama depan dengan huruf kapital, titik, dan nama akhir pengarang
 - c. Untuk buku ditulis dengan urutan: Nama Pengarang. Tahun terbitan. *Judul Buku*. Kota Penerbit. Nama Penerbit. Penulisan Baris pertama menjorok ke luar lima ketukan.
Contoh:
Kotler, P. and KL. Keller. 2009. *Marketing Management*. 13th ed. New Jersey. Pearson Prentice Hall.
Kotler, P. dan G. Armstrong. 2008. *Prinsip-Prinsip Pemasaran*. Jilid 1. Terj. Jakarta. Penerbit Erlangga.
Allen, TC. and TA. Shimp. 1990. On Using Classical Conditioning Methods for Researching The Impact of Ads Evoked Feeling. In Agres, ST., JA. Edell and TM. Dubitsky (Ed). *Emotion in Advertising, Theoretical and Practical Explorations*. 86-88. London. Quorum Book.
 - d. Untuk jurnal/majalah/terbitan berkala, ditulis dengan urutan: Nama Penulis. Tahun terbitan. Judul Artikel. *Nama Jurnal/Majalah*. Volume (nomor). halaman.
Contoh:
Snipes, RL., NF. Thomson and SL. Oswald. 2006. Gender Bias in Customer Evaluations of Service Quality: an Empirical Investigation. *Journal of Services Marketing*. 20 (4). 274-284.
 - e. Untuk rujukan dari internet: NamaTahun terbit jika ada. *Judul Artikel* Alamat website. Tanggal akses.
Contoh:
Shahin, A. 2008. *Servqual and Model of Service Quality Gaps: a Framework for Determining and Prioritizing Critical Factors in Delivering Quality Services*.<http://classshares.student.usp.ac.fj/TS401/SERVQUAL/Servqual.pdf>. Diakses tanggal 3 Agustus 2008.
 - f. Untuk rujukan dari koran ditulis dengan urutan: Nama. Tahun. Judul Artikel. *Nama Koran* Tanggal dan Bulan terbit.Nomor halaman.
Contoh:
Saefudin, AM. 1996. Bisnis Makanan dan Minuman Halal. *Republika*. 31 Juli. 6.

KETENTUAN PENGIRIMAN ARTIKEL

1. Artikel dikirim melalui e-mail: jurnalsiasatbisnis@uii.ac.id atau jurnalsiasatbisnis@yahoo.co.id
2. Artikel yang dikirimkan harus dilampiri scanning Surat Pernyataan dengan materai Rp. 6.000, yang menyatakan bahwa artikel yang dikirim belum pernah dimuat atau dikirimkan pada jurnal/terbitan lain.
3. Artikel yang dikirimkan dilampiri biodata singkat, jenjang pendidikan serta alamat, nomor telepon dan e-mail penulis yang memudahkan korespondensi
4. Kepastian pemuatan ataupun penolakan akan diberitahukan melalui e-mail.

METODE REVIEW

Artikel yang telah dinyatakan lolos dari seleksi awal akan dikirimkan kepada satu atau dua *blind review* (reviewer tidak akan mengetahui nama penulis ataupun sebaliknya). Adapun hasil dari *blind review* adalah:

1. Diterima tanpa perbaikan
2. Diterima dengan kewenangan perbaikan artikel akhir yang tidak bersifat substansial oleh Redaksi.
3. Diterima dengan perbaikan oleh penulis
4. Ditolak tetapi dapat diajukan lagi setelah adanya perbaikan mendasar
5. Ditolak karena kurang memenuhi syarat

PEMUATAN ARTIKEL

Penulis yang artikelnya dimuat di JSB berhak mendapatkan 1 eksemplar nomor bukti penerbitan dan 10 eksemplar artikel lepas dari penulis yang bersangkutan



Volume 21 No. 2, Juli 2017

Pimpinan Redaksi

Dr. Zaenal Arifin, M.Si.

Redaktur Pelaksana

Abdur Rofik, SE., M.Sc.

Dewan Penyunting

Anas Hidayat, M.B.A., Ph.D.

(Scopus ID: 56966391400)

Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta, Indonesia

Mutamimah, Dr., M.Si.

(Scopus ID: 36634760000)

Universitas Islam Sultan Agung, Semarang, Indonesia

Asri Laksmi Riani, Dr., Prof.

(Scopus ID: 56311367900)

Universitas Sebelas Maret, Surakarta, Indonesia

I Made Sukresna, Dr.

(Scopus ID: 57189495166)

Universitas Diponegoro, Semarang, Indonesia

Muafi, Dr., M.Si.

(Scopus ID: 56609265900)

Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta, Indonesia

Tatang Ary Gumanti, Prof., Dr.

(Scopus ID: 56974418900)

Universitas Negeri Jember, Jember, Indonesia

Sutrisno, Dr., M.Si.

Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta, Indonesia

Alamat Redaksi

Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia
Condongcatur, Depok, Sleman, Yogyakarta 55283
Telp. (0274) 881546, 883087 Fax. 882589
E-mail: editor.jsb@uii.ac.id



Jurnal SIASAT BISNIS (JSB) diterbitkan oleh Pusat Pengembangan Manajemen (PPM) Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia, terbit dua kali setahun, Januari dan Juli. JSB adalah media bagi para akademisi, praktisi bisnis dan pihak-pihak lain yang menaruh minat terhadap masalah bisnis dan manajemen untuk menuangkan ide-pemikiran, solusi-pemecahan maupun tukar menukar informasi dan pengalaman. Artikel yang dimuat bukan cerminan sikap dan atau pandangan redaksi. Tanggung jawab terhadap isi artikel terletak pada penulis.



DAFTAR ISI

- | | |
|--|-----------|
| 1. Perusahaan keluarga dan kebijakan dividen di Indonesia | 107 – 118 |
| Rahmat Heru Setianto, Putri Kartika Sari | |
| 2. Intensi pembelian reusable bag: Peran social marketing untuk mencapai sustainable consumption | 119 – 130 |
| Ayu Ekasari | |
| 3. The strategy of the banking industry in Indonesia: following institutional theory or resource-based view? | 131 – 140 |
| Amin Wibowo, Rebi Fara Handika | |
| 4. Moderating role of firms' rank in ASEAN corporate governance scorecard on effect of foreign ownership on firm value | 141 – 160 |
| Dormauli Justina, Alex Johanes Simamora | |
| 5. Nilai orientasi alami manusia dan pengetahuan organik sebagai determinan perilaku beli pangan organik | 161 – 180 |
| Tony Wijaya | |
| 6. Diversifikasi korporasi dan biaya modal | 181 – 198 |
| Katiya Nahda, Marwan Asri | |
-

Perusahaan keluarga dan kebijakan dividen di Indonesia

Rahmat Heru Setianto¹, Putri Kartika Sari²

^{1,2}Departemen Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Airlangga, Surabaya, Indonesia
Corresponding author e-mail: rahmat.heru@feb.unair.ac.id

Abstract

This study aims to examine the effect of family firm characteristics namely; family ownership, family generation, and family member on dividend policy in Indonesia during period of 2010-2014. By employing regression technique on Indonesian public listed manufacturing firm the results suggest that family ownership has a positive effect on dividend payout ratio (DPR). The higher of the family ownership the higher the dividend payment of the company. However, family generation has no significant effect on DPR. Meanwhile, family member has positive effect on DPR, this result indicates that dividend payments are likely to be higher when more family members are involved in managing the company.

Keywords: family firm, dividend policy, and agency theory.

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh karakteristik perusahaan keluarga yaitu family ownership (kepemilikan keluarga), family generation (generasi keluarga), dan family member (jumlah anggota keluarga yang menjabat sebagai direksi dan komisaris) terhadap kebijakan dividen yang diukur dengan dividend payout ratio (DPR) pada perusahaan keluarga dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2014. Jumlah pengamatan yang digunakan sebanyak 96 pengamatan dengan menggunakan metode purposive sampling. Hasil regresi berganda menunjukkan bahwa family ownership berpengaruh positif signifikan terhadap DPR. Semakin tinggi family ownership semakin tinggi dividen yang dibagikan oleh perusahaan. Namun, family generation tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DPR. Sementara itu, family member berpengaruh positif signifikan terhadap DPR. Hal ini menunjukkan bahwa semakin banyak anggota keluarga yang menduduki posisi direksi dan komisaris maka semakin tinggi dividen yang dibagikan oleh perusahaan.

Kata kunci: perusahaan keluarga, kebijakan dividen, dan teori keagenan.

JEL: G20, G30, G32, G35

DOI: [10.20885/jsb.vol21.iss2.art1](https://doi.org/10.20885/jsb.vol21.iss2.art1)

Introduction

Distribusi kekuasaan dan pengaruh di antara pemegang saham atas kegiatan operasional perusahaan tercermin pada struktur kepemilikan saham. Beberapa negara memiliki jenis struktur kepemilikan saham yang menyebar (*widespread ownership/widely held corporation*) yaitu kepemilikan saham menyebar secara relatif merata ke publik, tidak ada yang memiliki saham dalam jumlah sangat besar dibandingkan dengan lainnya. Berdasarkan perkembangan penelitian dan literatur terakhir, kondisi penyebaran kepemilikan saham perusahaan tidak banyak terjadi. Struktur kepemilikan saham yang lebih dominan adalah kepemilikan terkonsentrasi, terutama di negara berkembang dan salah satunya adalah Indonesia (Claessens, et al. 2000). Struktur kepemilikan terkonsentrasi adalah kepemilikan mayoritas oleh suatu pihak atas suatu perusahaan. Kepemilikan dalam jumlah besar tersebut menjadikan pihak tersebut memiliki kontrol yang besar atas perusahaan sehingga pemegang saham mayoritas dapat disebut juga dengan pemegang saham pengendali (*controlling shareholder*). Keluarga adalah jenis *controlling shareholder* yang paling banyak ditemui.

Perusahaan keluarga adalah perusahaan yang dimiliki dan dikelola oleh anggota keluarga pendirinya (Susanto et al, 2007: 4). Menurut Bertrand dan Schoar (2006), perusahaan keluarga

ditandai dengan adanya kepemilikan terkonsentrasi, kontrol, dan adanya satu atau beberapa anggota keluarga yang menduduki posisi eksekutif. Menurut Miller et al. (2007) perusahaan keluarga adalah kepemilikan oleh beberapa anggota keluarga yang terlibat baik pada kepemilikan maupun manajerial. Sedangkan menurut Sciascia dan Mazzola (2008) perusahaan keluarga adalah perusahaan di mana sebuah keluarga mengendalikan perusahaan melalui kepemilikan maupun keterlibatan dalam manajemen. Keterlibatan keluarga pada kepemilikan biasanya diukur berdasarkan prosentase kepemilikan pada saham. Menurut Andres (2008) Untuk perusahaan terbuka atau publik, perusahaan dikatakan perusahaan keluarga jika pendiri atau anggota keluarganya memiliki 25% hak suara atas perusahaan melalui penanaman modal dan ada setidaknya satu orang anggota keluarga dalam manajemen.

Kehadiran keluarga sebagai *controlling shareholder* dapat mempengaruhi perusahaan dalam beberapa aspek. Hal ini dikarenakan *controlling shareholder* memiliki kekuatan untuk “memaksakan” pendapatnya pada direksi, manajemen, dan pemegang saham minoritas. Salah satu hal yang dapat dipengaruhi kepemilikan keluarga adalah keputusan finansial perusahaan. Dalam hasil survei yang dilakukan De Angelo et al. (2009) dijelaskan bahwa preferensi *controlling shareholder* memiliki pengaruh besar pada kebijakan dividen. Kebijakan dividen adalah keputusan dalam menentukan besarnya proporsi dari laba perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Kebijakan dividen suatu perusahaan tercermin pada *Dividend Payout Ratio* (DPR) yaitu persentase laba yang dibagikan dalam bentuk dividen.

Kehadiran keluarga sebagai pemegang saham pengendali dapat berdampak perusahaan pada dimensi yang berbeda. Bertrand dan Schoar (2006) meneliti karakteristik yang berbeda yang membuat perusahaan keluarga berbeda dari perusahaan lain. Mereka menyoroti bahwa beberapa variabel seperti manajemen dengan perspektif jangka panjang, substitusi struktur hukum yang lemah dengan politik dapat meningkatkan efisiensi ekonomi dari perusahaan-perusahaan ini. Di sisi lain, karakteristik seperti nepotisme, warisan keluarga dan warisan norma dapat memiliki dampak negatif pada kinerja perusahaan. Beberapa aspek ini telah diteliti dalam literatur, tetapi hanya sedikit peneliti yang telah menganalisis dampak dari kepemilikan keluarga pada kebijakan *pay-out* dari perusahaan publik. Chen et al. (2005) menemukan sedikit hubungan antara kepemilikan keluarga dan dividen *pay-out ratio* pada kasus Hong Kong. Setia-Atmaja et al. (2009) meneliti pada kasus di Australia, perusahaan keluarga memiliki rasio *pay-out* lebih tinggi dibanding perusahaan non-keluarga dan keberadaan hubungan cekung antara saham keluarga dan dividen *pay-out ratio*. Yoshikawa dan Rasheed (2010) menganalisis sampel perusahaan Jepang dan menemukan nilai dividen *pay-out* yang lebih tinggi untuk perusahaan keluarga. Pindado et al. (2012) meneliti sampel perusahaan dari sembilan negara zona euro selama sepuluh tahun. Mereka menemukan bahwa perusahaan keluarga cenderung memiliki dividen *pay-out* yang lebih tinggi. Terakhir, Schmid et al. (2010) melakukan analisis pada kasus Jerman dan menemukan bahwa perusahaan keluarga memiliki *pay-out* lebih tinggi dan juga kecenderungan lebih tinggi untuk membayar dividen dari perusahaan non-keluarga. Mereka juga menemukan bahwa perusahaan generasi kedua memiliki *pay-out* lebih tinggi dan keterlibatan aktif dari keluarga di perusahaan tidak berdampak pada kebijakan *pay-out*.

Kebijakan dividen suatu perusahaan melibatkan dua pihak, yakni manajer dan pemegang saham. Manajer mempunyai tanggung jawab moral untuk mengoptimalkan keuntungan para pemegang saham, di sisi lain manajer juga mempunyai kepentingan untuk memaksimalkan kesejahteraannya, sehingga ada kemungkinan manajer tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik pemegang saham. Konflik kepentingan inilah yang disebut dengan *agency problems* (Jensen dan Meckling, 1976).

Salah satu penyebab konflik kepentingan atau *agency problem* adalah penyalahgunaan *free cash flow* oleh manajer. *Free cash flow* atau arus kas bebas merupakan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen tanpa harus menjual atau mengeluarkan surat-surat berharga lainnya, dan

merupakan sisa aliran kas dari pendanaan seluruh proyek perusahaan. *Free cash flow* yang banyak dapat disalah gunakan oleh manajer untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya maupun investasi pada proyek yang tidak menguntungkan. Oleh karena itu, pembagian dividen dapat menjadi mekanisme untuk mencegah manajer dalam memaksimalkan kepentingan pribadinya. Perusahaan dapat memutuskan untuk membagikan dividen dalam jumlah besar sehingga semakin sedikit *free cash flow* yang dipegang perusahaan yang dapat disalahgunakan oleh manajer. Pada perusahaan keluarga, *agency problems* antara pemegang saham dan manajer lebih jarang terjadi karena adanya pengawasan dan partisipasi keluarga dalam manajemen atau dewan direksi perusahaan sehingga perusahaan tidak perlu membagikan dividen dalam jumlah besar sebagai pengawasan penggunaan *free cash flow*.

Di sisi lain, keluarga sebagai *controlling shareholder* juga dapat mempengaruhi keputusan dividen dengan motif kebutuhan pendapatan keluarga (Isakov dan Weisskopf, 2015). Anggota keluarga memiliki sejumlah besar kekayaan yang diinvestasikan dalam perusahaan dan keluarga ingin tetap mengontrol perusahaan dalam jangka panjang sehingga anggota keluarga tidak dapat menjual saham untuk diversifikasi kekayaan mereka. Semakin banyak jumlah anggota keluarga yang memiliki saham perusahaan dan menjabat sebagai dewan komisaris dan direksi maka semakin tinggi tingkat dividen yang dituntut untuk memenuhi kebutuhan pendapatan pihak keluarga.

Penelitian yang dilakukan Setia-Atmaja et al., (2009) di Australia, Yoshikawa dan Rasheed (2010) di Jepang, Pindado (2010) di sembilan negara kawasan Eurozone, dan Schmid et al., (2010) di Jerman menemukan bahwa perusahaan keluarga membayar dividen lebih tinggi daripada perusahaan non-keluarga. Sementara itu, penelitian Attig et al., (2015) yang dilakukan sembilan negara Asia Timur menemukan hasil bahwa perusahaan keluarga membagikan lebih sedikit dividen daripada perusahaan non-keluarga. Berbeda dari penelitian-penelitian sebelumnya, penelitian ini menggunakan variabel generasi keluarga (*family generation*) dan juga peran aktif keluarga dalam dewan komisaris dan direksi (*family member*) untuk menelusuri lebih lanjut pengaruh karakteristik perusahaan keluarga terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan latar belakang di atas, penelitian ini mempunyai tujuan menguji pengaruh *family ownership*, *family generation*, dan *family member* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan keluarga dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2010-2014. Modelregresi penelitian ini menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel dependen. *Family ownership*, *family generation*, dan *family member* sebagai variabel independen dan Tobin's q, *return on invested capital*, ukuran perusahaan, *leverage*, dan pertumbuhan penjualan sebagai variabel kontrol.

Landasan Teori dan Pengembangan Hipotesis

***Family Ownership* dan Kebijakan Dividen**

Andres (2008) menyebutkan bahwa perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan keluarga apabila memenuhi setidaknya salah satu dari dua kriteria. Pertama, pendiri dan/atau anggota keluarganya memiliki hak suara lebih dari 25% atau ada anggota keluarga dalam manajemen jika keluarga pendiri perusahaan memiliki hak suara kurang dari 25%. Sementara, di Indonesia terdapat peraturan mengenai kepemilikan saham suatu perusahaan yaitu keputusan direksi PT. Bursa Efek Jakarta No.Kep-305/BEJ/07-2004 yang menjelaskan bahwa seorang pemegang saham dapat disebut sebagai pemegang saham pengendali apabila memiliki 25% atau lebih dari saham perusahaan. *Family Ownership* mencerminkan bagian saham perusahaan yang dimiliki oleh keluarga. Semakin besar *family ownership* menandakan semakin besar kontrol yang dimiliki keluarga terhadap perusahaan. *Family ownership* diukur dengan rasio jumlah saham semua golongan yang dimiliki oleh keluarga terhadap total saham yang beredar.

Berdasarkan teori keagenan, masalah keagenan terjadi karena adanya pemisahan antara kepemilikan dengan kontrol. Salah satu masalah yang timbul adalah penyalahgunaan *free cash flow* oleh manajer. Jensen (1986) menjelaskan bahwa manajer memiliki kewenangan untuk menahan kas, yang

mana dapat mereka gunakan untuk kegiatan yang memberikan keuntungan pribadi bagi mereka sendiri, bukan untuk kepentingan terbaik pemegang saham. Hal ini menyebabkan pemegang saham perlu mengawasi manajer. Dalam konteks ini, pembayaran dividen yang tinggi dapat mengurangi *free cash flow* dan dianggap sebagai cara yang efektif untuk mengatasi masalah keagenan.

Dalam perusahaan yang kepemilikan keluarga (*family ownership*) tinggi, keluarga sebagai pemegang saham pengendali memiliki kontrol yang kuat terhadap perusahaan termasuk manajer. Sehingga, masalah keagenan akan semakin minimum terjadi. Semakin rendah *family ownership*, semakin tinggi tingkat dividen untuk mengatasi masalah keagenan. Sebaliknya, semakin tinggi *family ownership* maka semakin rendah dividen karena adanya kontrol dan kepercayaan bahwa manajer akan bertindak sesuai kepentingan pemegang saham. Tetapi, menurut Claessens et al., (2002) teori keagenan menjelaskan bahwa kepemilikan keluarga selain memiliki dampak secara positif terhadap masalah keagenan, juga berpotensi menimbulkan dampak *entrenchment*. Seperti yang telah dijelaskan bahwa kepemilikan keluarga akan mengurangi masalah keagenan dengan menunjuk pengelola yang masih sesuai dengan kepentingan pemilik (Bhaumik et al., 2010) tetapi kontrol yang terlalu besar yang dimiliki keluarga akan mendorong mereka untuk hanya mementingkan kepentingan mereka sendiri dan mengeksploitasi pemegang saham minoritas (Morck et al., 2005).

Hubungan antara *family ownership* dengan kebijakan dividen juga dapat dijelaskan dengan *income needs hypothesis* dalam penelitian Isakov dan Weisskopf (2015). Anggota keluarga memiliki dana dalam jumlah yang signifikan yang diinvestasikan dalam perusahaan dan mereka tidak dapat menjual saham untuk mendiversifikasi kekayaannya karena keluarga ingin memiliki kendali perusahaan dalam jangka panjang. Oleh karena itu, semakin tinggi kepemilikan keluarga, maka semakin tinggi tingkat pembayaran dividen yang dituntut untuk memenuhi kebutuhan pendapatan (*income needs*) keluarga (Isakov dan Weisskopf, 2015).

H1: *Family ownership* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

Family Generation dan Kebijakan Dividen

Family Generation adalah generasi keluarga yang memimpin perusahaan. Generasi pertama bisa disebut dengan *founder-controlled* yaitu jika pendiri perusahaan masih menjabat sebagai CEO. Generasi penerus atau *descendant-controlled* adalah ketika pendiri perusahaan sudah tidak aktif dalam direksi atau sudah meninggal atau ketika keturunannya menjabat sebagai CEO (Anderson dan Reeb, 2003). Sesuai dengan penelitian Isakov dan Weisskopf (2015), pada penelitian ini *family generation* diukur dengan variabel dummy, bernilai 1 untuk generasi penerus, bernilai 0 untuk generasi pertama.

Menurut teori *income needs*, keluarga sebagai pemegang saham pengendali menggantungkan dividen sebagai sumber pendapatan. Pada perusahaan yang sudah besar dan telah dikelola oleh beberapa generasi, akan semakin banyak anggota keluarga yang menggantungkan pendapatan dari dividen. Oleh karena itu, semakin jauh generasi pengelola dari pendiri maka akan semakin banyak *family member*, maka semakin tinggi tingkat pembayaran dividen yang dituntut karena semakin banyak anggota keluarga yang harus ditanggung (Isakov dan Weisskopf, 2015).

Hubungan *family generation* dengan kebijakan dividen dapat juga dijelaskan oleh *life cycle theory*. *Life cycle theory* menjelaskan bahwa ada empat fase dalam siklus hidup suatu perusahaan, yaitu dimulai dari fase pengenalan (*introduction/pioneering*), pertumbuhan (*growth/expansion*), kematangan (*mature/harvest*), dan fase penurunan (*decline*). Perusahaan keluarga pada generasi pertama ada pada fase pengenalan yaitu sebuah tahap awal perusahaan dalam memperkenalkan produknya kepada konsumen. Sementara itu, perusahaan keluarga pada generasi penerus memasuki fase pertumbuhan yaitu perusahaan masih dalam taraf membangun dengan melakukan investasi. Perusahaan yang melakukan ekspansi dan investasi membutuhkan dana yang besar sehingga dapat berdampak pada rendahnya tingkat pembayaran dividen. Dengan demikian, semakin tinggi generasi maka semakin rendah tingkat pembayaran dividen. Mengacu pada teori tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2: *Family generation* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

Family Member dan Kebijakan Dividen

Family member adalah jumlah anggota keluarga yang terlibat dalam manajemen perusahaan sebagai dewan komisaris dan direksi perusahaan. Dalam keterlibatan manajemen, anggota keluarga yang bertindak sebagai dewan direksi berwenang dan bertanggung jawab memimpin perusahaan dengan menerbitkan kebijakan-kebijakan perusahaan; memilih, menetapkan, mengawasi tugas dari karyawan dan kepala bagian (manajer); menyetujui anggaran tahunan perusahaan; dan menyampaikan laporan kepada pemegang saham atas kinerja perusahaan. Sementara itu, dewan komisaris bertugas melakukan pengawasan secara umum dan/atau khusus sesuai dengan anggaran dasar serta memberi nasihat kepada direksi dalam mengelola dan menjalankan bisnis serta pengambilan keputusan strategis perusahaan. Dalam penelitian ini, *family member* diukur dengan menghitung jumlah anggota keluarga yang ada dalam susunan dewan direksi dan komisaris.

Menurut teori *income needs*, keluarga sebagai pemegang saham pengendali menggantungkan dividen sebagai sumber pendapatan. Oleh karena itu, semakin tinggi jumlah *family member*, maka semakin tinggi tingkat pembayaran dividen yang dituntut karena semakin banyak anggota keluarga yang harus ditanggung (Isakov dan Weisskopf, 2015). Dengan demikian, *family member* berhubungan positif terhadap kebijakan dividen.

Selain itu, terdapat dua teori yang bisa digunakan untuk menjelaskan hubungan antar kepemilikan keluarga dan kebijakan dividen. Gomes (2000) menunjukkan bahwa pemegang saham besar dapat memilih untuk membangun reputasi dalam memuaskan kepentingan pemegang saham minoritas. Dalam model yang dibangunnya, *blockholders* akan berkomitmen untuk tidak mengambil alih pemegang saham minoritas bahkan jika mereka tidak memiliki perlindungan dengan mekanisme tata kelola yang efektif. Dalam konteks perusahaan keluarga, efek ini dapat mengambil dua kondisi. Pertama, perusahaan mungkin dimiliki oleh satu atau beberapa anggota keluarga, dan CEO luar harus menemukan keseimbangan yang tepat, pada saat yang sama manajer harus memenuhi kepentingan anggota keluarga pemilik dan kebutuhan pribadi tanpa bertentangan antara keduanya. Dalam studi empiris pada sebuah perusahaan, DeAngelo dan DeAngelo (2000) menjelaskan fenomena ini. The manajemen yang berasal dari luar perusahaan milik keluarga akan menyesuaikan kebijakan-kebijakan yang diambilnya, terutama kebijakan dividen, sesuai dengan preferensi distribusi kas dari pemegang saham pengendali. Hasil penelitian menunjukkan bahwa manajer perusahaan menyesuaikan kebijakan pay-out mereka untuk menyenangkan anggota keluarga dengan harapan untuk mengurangi monitoring.

Kedua, dalam pengaturan yang lebih umum di mana anggota keluarga juga aktif terlibat dalam perusahaan sebagai manajer atau dewan direksi, manajer perusahaan mungkin mencoba untuk membayar dividen lebih tinggi untuk pemegang saham minoritas untuk menjaga mereka puas. keluarga akan membangun reputasi untuk memperlakukan mereka dengan baik dengan membayar dividen yang lebih tinggi, yang akan membatasi penyalahgunaan kelebihan kas yang tersisa. *Reputaton building behavior* ini juga didukung oleh model substitusi La Porta et al. (2000), yang menyatakan bahwa orang cenderung membayar dividen lebih tinggi ketika mereka merencanakan untuk penerbitan ekuitas di masa mendatang. Karena perusahaan keluarga cenderung memiliki tata kelola yang lebih lemah dari perusahaan lain karena mekanisme internal governance tidak efektif, investor mungkin enggan untuk membeli ekuitas baru dari perusahaan-perusahaan ini. Dividen yang lebih tinggi digunakan sebagai pengganti mekanisme pemerintahan yang kurang baik. Sehingga, dalam kedua kasus tersebut kesediaan untuk membangun reputasi yang baik dengan perusahaan keluarga membawa mereka untuk membayar dividen dalam jumlah yang lebih besar.

H3: *Family member* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Data dan Model Analisis

Penelitian ini menggunakan data perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010 sampai 2014 dengan kriteria yaitu perusahaan termasuk perusahaan keluarga yaitu

minimal kepemilikan keluarga sebesar 25%, sesuai dengan keputusan direksi PT. Bursa Efek Jakarta No.Kep-305/BEJ/07-2004, serta memiliki laporan keuangan yang lengkap. Data laporan tahunan dan keuangan diperoleh dari website masing-masing perusahaan dan wall street journal. Perusahaan manufaktur dipilih karena masing-masing sektor usaha memiliki tantangan dan karakteristik yang beragam, sehingga untuk menghindari bias sektoral penelitian ini menggunakan hanya satu sektor industry dalam analisisnya. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 96 observasi yang akan dianalisis menggunakan teknik regresi linear berganda dengan persamaan sebagai berikut:

$$DPR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FS_{i,t} + \beta_2 FG_{i,t} + \beta_3 FM_{i,t} + \beta_4 TOBINSQ_{i,t} + \beta_5 ROIC_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 GROWTH_{i,t} + e_i \quad (1)$$

Di mana:

DPR	= <i>dividend payout ratio</i>
FS	= <i>family ownership</i>
Fgi,t	= <i>family generation</i>
FM	= <i>family member</i>
TOBINSQ	= <i>tobin's q</i>
ROIC	= <i>return on invested capital</i>
LEV	= <i>leverage perusahaan</i>
SIZE	= <i>ukuran perusahaan</i>
GROWTH	= <i>pertumbuhan penjualan</i>

Tabel 1. Jenis dan Pengukuran Variabel

Variabel	Rumus Perhitungan
Kebijakan Dividen(DPR)	$\frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}}$
Family Ownership(FS)	$\frac{\sum \text{jumlah kepemilikan saham keluarga}}{\sum \text{total saham yang beredar}}$
Family Generation (FG)	Family generation diukur dengan variabel dummy, bernilai 1 untuk perusahaan keluarga yang dipimpin oleh generasi penerus (<i>descendant-controlled</i>), bernilai 0 untuk perusahaan keluarga yang dipimpin oleh generasi pertama (<i>founder-controlled</i>).
Family Member (FM)	Family member diukur dengan menghitung jumlah anggota keluarga yang ada dalam susunan dewan direksi dan komisaris
Tobin's Q	$\frac{(\text{Equity Market Value} + \text{Total Debt})}{\text{Total Asset}}$
Return on Invested Capital (ROIC)	$\frac{\text{Operating Income} (1 - \text{taxrate})}{\text{Book Value of Invested Capital}}$
Ukuran Perusahaan(SIZE)	$\ln(\text{Total Assets})$
Leverage (LEV)	$\frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$
Pertumbuhan Penjualan(GROWTH)	$(\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}) / \text{Sales}_{t-1}$

Dalam penelitian ini digunakan lima variabel kontrol yaitu Tobins Q yang mengukur potensi pertumbuhan perusahaan, ROIC adalah variabel yang mengukur tingkat profitabilitas perusahaan, Leverage mengukur struktur modal perusahaan, sedangkan size mengukur ukuran perusahaan dan *growth* adalah pertumbuhan penjualan di masa lalu. Kelima variabel tersebut sangat berhubungan erat dengan kebijakan dividen baik secara teoritis maupun empiris. Pada Tabel 1 diuraikan secara ringkas tentang perhitungan variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

Hasil dan Pembahasan

Deskripsi Hasil Penelitian

Tabel 2 menyajikan hasil statistic deskriptif dari seluruh variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Sampel yang memenuhi criteria *purposive* sampling berjumlah 96 yang terdiri dari 20 perusahaan antara tahun 2010 sampai 2014.

Tabel 2. Deskripsi Statistik Variabel Penelitian 2010-2014 (n = 96)

Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	0,0000	0,5952	0,192634	0,1969461
FS	0,2556	0,9900	0,617810	0,1687644
FM	0	6	2,86	1,335
TOBINSQ	0,3683	4,9061	1,547366	1,0034774
ROIC	-0,3580	0,4209	0,124666	0,1244447
SIZE	25,3343	32,0863	28,098536	1,7352538
LEV	0,0431	13,0479	1,237265	1,8361181
GROWTH	-0,4686	3,4811	0,173495	0,3739465

Berdasarkan Tabel 2, dapat diketahui bahwa perusahaan keluarga pada sektor manufaktur di Indonesia rata-rata memiliki dividend payout ratio (DPR) sebesar 0,192634 atau 19,26% selama periode 2010-2014. Nilai maksimal DPR yang mampu dihasilkan perusahaan keluarga dalam sektor manufaktur adalah sebesar 0,5952 atau 59,52%. DPR yang paling rendah dihasilkan adalah sebesar 0,0000 karena ada beberapa perusahaan yang tidak membagikan dividen.

Kepemilikan saham oleh keluarga yang dihitung dengan variabel *family ownership* (FS) memiliki nilai minimum 0,2556 atau 25,56% dan nilai maksimum sebesar 0,9900 atau 99,00%. Perusahaan keluarga pada sektor manufaktur di Indonesia rata-rata memiliki kepemilikan saham oleh keluarga (*family ownership*) sebesar 0,617810 atau sekitar 61,68% selama periode 2011-2014. Sementara itu, variabel *family generation* (FG) menunjukkan generasi keluarga yang memimpin perusahaan. Variabel ini menggunakan skala nominal berupa variabel dummy 1 dan 0. Nilai modus variabel *family generation* pada penelitian ini adalah 0 yang menunjukkan banyaknya perusahaan keluarga dalam sektor manufaktur di Indonesia selama periode 2010-2014 yang masih dipimpin oleh generasi pertama atau pendiri perusahaan. Perusahaan keluarga pada sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia rata-rata memiliki jumlah anggota keluarga yang menjabat sebagai dewan komisaris dan direksi perusahaan yang dijelaskan oleh variabel *family member* (FM) sebesar 2,86. Nilai FM maksimal pada sampel penelitian ini adalah sebesar 6 dan nilai minimal sebesar 0.

Selanjutnya, sesuai dengan prosedur analisis regresi linear beganda di mana untuk dapat dikatakan valid model harus memenuhi beberapa kriteria asumsi klasik. Hasil uji grafik normal P-Plot dalam penelitian ini menunjukkan bahwa data residual menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal. Disamping itu, normalitas dapat juga dipastikan dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov. Berdasarkan tabel hasil perhitungan diperoleh nilai *Kolmogorov Smirnov* sebesar 0,801 dengan tingkat signifikansi 0,542. Nilai signifikansi ini lebih besar dari 0,05 yang berarti hipotesis null bahwa data terdistribusi normal tidak dapat ditolak. Untuk melihat adanya gejala multikolinearitas digunakan indikator variance inflation factors (VIF). Hasil penelitian menunjukkan semua nilai *tolerance* lebih dari 0.1 dan nilai *VIF* tidak ada yang lebih dari 10, sehingga dapat dikatakan bahwa tidak terdapat gejala multikolinearitas.

Hasil uji heteroskedastisitas pada penelitian ini menunjukkan bahwa data penelitian menyebar secara acak dan tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 dan sumbu Y. Titik-titik data tidak mengumpul dan tidak membentuk pola khusus. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terjadi gejala homoskedastisitas. Pada tabel Durbin Watson diperoleh nilai *du* sebesar 1,8764 sehingga rentang bebas autokorelasi adalah 1,8764 sampai dengan (4-du) 2,1236. Berdasarkan uji

Durbin-Watson, regresi menunjukkan nilai 1,990 yang berarti nilai Durbin Watson masih pada rentang daerah bebas autokorelasi.

Analisis Regresi

Tabel 3 menampilkan hasil regresi berdasarkan model analisis yang digunakan dalam penelitian ini. Panel 1 menyajikan hasil output regresi pada model yang hanya menggunakan variabel utama, sedangkan Panel 2 menampilkan hasil output uji regresi dengan melibatkan seluruh variabel baik variabel utama dan variabel kontrol untuk mengetahui pengaruhnya terhadap kebijakan dividen perusahaan. Secara umum kedua model regresi tersebut menunjukkan hasil yang konsisten, pembahasan lebih detail tentang pengaruh masing-masing variabel dibahas pada sub bab berikutnya.

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi

Variabel Independen	Panel 1		Panel 2	
	Koefisien	t	Koefisien	t
FS	0,339***	3,008	0,240**	2,628
FG	0,098**	2,456	-0,018	-0,516
FM	0,031**	2,084	0,025**	2,121
<i>Variabel kontrol</i>				
TOBINSQ			-0,009	-0,450
ROIC			0,332	2,246
SIZE			0,068***	5,901
LEV			-0,005	-0,597
GROWTH			-0,017	-0,415
R Square	0,390		0,509	
Adj R Square	0,152		0,464	
F	5,501(0,002)		11,266 (0,000)	
DW	2,387		1,990	

Catatan: Jumlah sampel data pooled (n) = 96, variabel dependen adalah *dividend payout ratio* (DPR) *, **, *** menunjukkan tingkat signifikansi sebesar 90%, 95% dan 99% secara berurutan.

Pengaruh *family ownership* terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan hasil uji regresi pada Tabel 3 yang telah dilakukan, variabel *family ownership* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan yang diukur dengan *dividend payout ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa ketika *family ownership* atau kepemilikan keluarga dalam suatu perusahaan tinggi, maka *dividend payout ratio* akan cenderung meningkat. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis penelitian yang menyebutkan bahwa *family ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, di mana menurut teori keagenan hasil penelitian ini juga tidak mendukung teori keagenan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Isakov dan Weisskopf (2015), Schmid et al. (2010), Chen (2005), dan Setia-Atmaja et al. (2009) yang menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan keluarga yang diukur dengan *family ownership*, maka akan semakin tinggi pula kebijakan dividen perusahaan. Tingginya *dividend payout ratio* di perusahaan keluarga dapat dipengaruhi oleh adanya motif kebutuhan pendapatan (*income needs hypothesis*). Keluarga sebagai pemegang saham pengendali memiliki dana dalam jumlah yang signifikan yang ditanamkan dalam perusahaan dan mereka tidak dapat menjual saham untuk mendiversifikasi kekayaannya ataupun untuk konsumsi karena keluarga ingin tetap memiliki kontrol terhadap perusahaan dalam jangka panjang. Oleh karena itu, keluarga dapat menggunakan kebijakan dividen perusahaan untuk memenuhi kebutuhan pendapatan (*income needs*) mereka (Isakov dan Weisskopf, 2015).

Hasil ini juga dapat dijelaskan menggunakan konsep *reputation-building behavior* yang dikembangkan salah satunya oleh Gomes (2000). Menurut konsep ini pemegang saham pengendali yang dalam konteks ini dimiliki oleh keluarga sengaja membayarkan dividen dalam jumlah yang tinggi untuk memperlakukan pemegang saham minoritas secara baik sehingga akan menurunkan tensi kontrolnya terhadap mayoritas. Selain itu, motivasi dalam membangun reputasi baik dengan membayar dividen tinggi ini juga mungkin dilakukan jika perusahaan berencana menerbitkan tambahan ekuitas di masa mendatang. Karena perusahaan keluarga identik dengan tatakelola yang relative buruk maka dividen yang tinggi diharapkan dapat mengkompensasi kelemahan tatakelola tersebut.

Pengaruh *family generation* terhadap kebijakan dividen

Koefisien regresi dari variabel *family generation* sebesar -0,0476 dengan nilai signifikansi 0,591 menunjukkan bahwa *family generation* berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hubungan *family generation* dengan kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh *life cycle theory*. *Life cycle theory* menjelaskan bahwa ada empat fase dalam siklus hidup suatu perusahaan, yaitu dimulai dari fase pengenalan (*introduction/pioneering*), pertumbuhan (*growth/expansion*), kematangan (*mature/harvest*), dan fase penurunan (*decline*). Perusahaan keluarga pada generasi pertama ada pada fase pengenalan yaitu sebuah tahap awal perusahaan dalam memperkenalkan produknya kepada konsumen. Sementara itu, perusahaan keluarga pada generasi penerus memasuki fase pertumbuhan yaitu perusahaan masih dalam taraf membangun dengan melakukan investasi. Perusahaan yang melakukan ekspansi dan investasi membutuhkan dana yang besar sehingga dapat berdampak pada rendahnya tingkat pembayaran dividen. Dengan demikian, semakin tinggi generasi maka semakin rendah tingkat pembayaran dividen.

Pengaruh *family member* terhadap kebijakan dividen

Hasil pada penelitian ini menunjukkan bahwa hubungan jumlah anggota keluarga yang menjabat sebagai eksekutif perusahaan (*family member*) terhadap *dividend payout ratio* adalah positif signifikan. Dapat diartikan jika semakin banyak jumlah anggota keluarga yang ada dalam perusahaan maka cenderung akan meningkatkan tingkat pembayaran dividen. Hal ini mendukung hasil penelitian dari Isakov dan Weisskopf (2015).

Semakin banyak jumlah anggota keluarga yang menjabat sebagai eksekutif perusahaan, maka semakin banyak pula kebutuhan pendapatan mereka. Menurut teori *income needs*, keluarga sebagai pemegang saham pengendali menggantungkan dividen sebagai pendapatan mereka. Oleh karena itu, semakin tinggi jumlah *family member*, maka semakin tinggi tingkat pembayaran dividen karena semakin banyak anggota keluarga yang harus ditanggung (Isakov dan Weisskopf, 2015).

Perusahaan yang dimiliki oleh satu atau beberapa anggota keluarga, maka CEO yang berasal dari luar maupun dalam harus menemukan keseimbangan yang tepat, pada saat yang sama manajer harus memenuhi kepentingan anggota keluarga pemilik dan kebutuhan pribadi tanpa bertentangan antara keduanya. DeAngelo dan DeAngelo (2000) menjelaskan semakin banyak anggota keluarga yang terlibat dalam perusahaan maka, akan mendorong pengelola menyesuaikan kebijakan-kebijakan yang diambilnya, terutama kebijakan dividen, sesuai dengan preferensi distribusi kas dari pemegang saham pengendali. Hasil penelitian menunjukkan bahwa manajer perusahaan menyesuaikan kebijakan *pay-out* mereka untuk menyenangkan anggota keluarga dengan harapan untuk menguangi monitoring.

Pengaruh *variable kontrol* terhadap kebijakan dividen

Hasil pada penelitian ini menunjukkan bahwa Tobin's Q berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Perusahaan dengan nilai Tobin's Q yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki potensi pertumbuhan yang tinggi karena nilai aset perusahaan yang dinilai oleh pasar lebih tinggi dari nilai aset yang sesungguhnya. Perusahaan yang melakukan ekspansi membutuhkan dana yang besar sehingga dapat mengurangi *cash flow*

perusahaan dan berdampak pada rendahnya tingkat dividen yang dibagikan pada pemegang saham, begitu pula sebaliknya. Di sisi lain, mengingat seluruh sampel dalam penelitian ini merupakan perusahaan keluarga, pihak keluarga sebagai pemegang saham pengendali menggantungkan dividen sebagai pendapatan sehingga pada beberapa perusahaan menuntut tingkat dividen yang tinggi, sebagaimana dijelaskan dalam teori *income needs*. Hal ini memberikan pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Koefisien regresi dari variabel *return on invested capital* (ROIC) sebesar 0,332 dengan nilai signifikansi 0,027 menunjukkan bahwa ROIC berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini sesuai dengan hipotesis penelitian yang menyebutkan bahwa ROIC berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi ROIC maka semakin tinggi pula laba yang dihasilkan perusahaan atas modal yang diinvestasikan. Semakin tinggi tingkat keuntungan perusahaan, maka semakin besar dana yang tersedia untuk pembayaran dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Isakov dan Weisskopf (2015).

Koefisien regresi dari variabel ukuran perusahaan (SIZE) sebesar 0,068 dengan nilai signifikansi 0,000 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi dividen yang dibagikan oleh perusahaan. Perusahaan besar memiliki akses yang mudah menuju pasar modal sehingga dapat mengurangi ketergantungan mereka pada dana internal, dengan demikian mereka dapat menawarkan dividen yang lebih tinggi. Selain itu, perusahaan yang berukuran besar biasanya memiliki tingkat pertumbuhan yang relatif rendah, sehingga tidak banyak membutuhkan dana untuk ekspansi. Hal tersebut menyebabkan perusahaan memiliki lebih banyak dana internal yang dapat digunakan untuk membayar dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Setia-Atmaja et al., (2009) dan Schmid (2010).

Koefisien regresi dari variabel *leverage* sebesar -0,005 dengan nilai signifikansi 0,552 menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Semakin tinggi *leverage*, maka perusahaan cenderung untuk membayar dividennya lebih rendah dengan tujuan untuk mengurangi ketergantungan pada pendanaan secara eksternal. Sehingga, semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya dan menyebabkan semakin rendah dividen yang akan dibagikan. Di sisi lain, pada beberapa perusahaan penggunaan *leverage* pada tingkat yang optimal dapat menguntungkan perusahaan dalam bentuk manfaat pajak yaitu pengurangan beban pajak sehingga laba bersih per saham atau *earning per share* (EPS) menjadi lebih tinggi. Semakin tinggi EPS maka semakin tinggi juga kemungkinan pembayaran dividen. Hal ini memberikan pengaruh tidak signifikan pada hubungan *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Koefisien regresi dari variabel pertumbuhan penjualan sebesar -0,017 dengan nilai signifikansi 0,679 menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil penelitian Setia-Atmaja et al., (2009) dan Gill et al., (2010) menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Salah satu alasan yang mempengaruhi hasil tersebut adalah perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi memiliki peluang investasi yang tinggi sehingga memerlukan kebutuhan dana yang besar. Untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut, manajemen akan cenderung menahan labanya sebagai sumber dana internal dan menurunkan kebijakan dividennya. Di sisi lain, pertumbuhan penjualan yang tinggi mencerminkan pendapatan yang meningkat sehingga dapat meningkatkan tingkat pembayaran dividen. Hal ini memberikan pengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *family ownership*, *family generation*, dan *family member* dari sebuah perusahaan keluarga terhadap kebijakan dividen perusahaan tersebut. Dengan menggunakan sampel dari perusahaan manufaktur yang ada di Bursa Efek Indonesia dan dianalisis menggunakan teknik regresi diperoleh hasil bahwa *family ownership* berpengaruh positif

terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi persentase kepemilikan saham perusahaan oleh keluarga, maka semakin tinggi tingkat pembayaran dividen. Sementara itu, *family generation* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. *Family member* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi jumlah anggota keluarga yang menjabat sebagai eksekutif perusahaan, maka semakin tinggi tingkat pembayaran dividen. Variabel kontrol yang digunakan adalah tobin's Q tidak berpengaruh, *return on invested capital* (ROIC) berpengaruh positif, ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif, *leverage* (LEV) tidak berpengaruh, dan pertumbuhan penjualan (GROWTH) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Penelitian selanjutnya dapat melihat dimensi keluarga secara lebih luas dari aspek yang lain baik dari aspek kepemilikan maupun dari aspek manajerial. Selain itu penelitian selanjutnya juga dapat menggunakan sampel yang lebih luas pada berbagai sector sehingga dapat dilihat ada tidaknya pola yang sama antar sector industri.

Daftar Pustaka

- Anderson, Ronald C., dan Reeb, David M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, Vol. LVIII, No. 3.
- Andres, Christian. (2008). Large shareholders and firm performance – An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, pp. 431-445.
- Attig, Najah. Boubakri, N. El Ghouli, S and Guedhami, O. (2015). The Global Financial Crisis, Family Control, and Dividend Policy. *Financial Management. Volume 45, Issue 2* 291-313.
- Barton, Sidney L., Hill, Ned C. and Sundaram, S. (1989). An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital Structure. *Financial Management*. Vol. 18, No. 1 (Spring, 1989), pp. 36-44.
- Bertrand, Marianne, dan Schoar, Antoinette. (2006). The Role of Family in Family Firms. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 20, No. 2, pp. 73-96.
- Bhaumik, S. K., Driffield, N., & Pal, S. (2010). Does ownership structure of emerging market firms affect their outward FDI? The case of Indian automotive and pharmaceutical sectors. *Journal of International Business Studies*, 41(3), 437-450.
- Brigham dan Houston. (2004). Dasar-Dasar Manajemen Keuangan, Edisi Kesepuluh, Buku kedua, Salemba Empat, Jakarta.
- Claessens, S. S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Chen, Z., Cheung, Y., Stouraitis, A., Wong, A. (2005). Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 13, pp. 431-449.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. (2000). Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: a study of the Times Mirror Company. *J. Financ. Econ.* 56, 153-207.
- De Angelo, H., DeAngelo, L, Skinner, D. (2009). Corporate Payout Policy. *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 3, Nos. 2, 95-287.
- Deitiana, Tita. (2011). Pengaruh Rasio Keuangan, Pertumbuhan Penjualan dan Dividen terhadap Harga Saham. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 13, Hlm. 57 – 66.
- Gill, A., Bigger N. and Tibrewala. (2010). Determinants of dividend payout ratios; Evidence from United States. *The open Business Journal*, Vol. 6 No.3, 08-14.
- Gomes, A., (2000). Going public without governance: managerial reputation effects. *J. Financ.* 55, 615-646.

- Isakov, Dusan, dan Weisskopf, Jean-Philippe. (2015). Pay-out policies in founding family firms. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 33, pp. 330-344.
- Jensen, M., (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Am. Econ. Rev.* 76, 323–329.
- Jensen, Michael C., dan Meckling, William H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *J. Financ.* 55, 1–33.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655–720.
- Pindado, J., Requejo, I., de la Torre, C. (2012). Do Family Firms Use Dividend Policy as a Governance Mechanism? Evidence from the Euro zone. *Corporate Governance International Review*, Vol. 20(5), 413-431.
- Sciascia, S., & Mazzola, P. (2008). Family involvement in ownership and management: Exploring nonlinear effects on performance. *Family Business Review*, 21, 331-345.
- Schmid, T., Ampenberger, M., Kaserer, C., Achleitner, A.-K., (2010). Controlling shareholders and payout policy: do founding families have a special taste for dividends? *CEFS Working Paper* No. 2010-1.
- Setia-Atmaja, L., Tanewski, G. A., Skully, M. (2009). The Role of Dividends, Debt and Board Structure in the Governance of Family Controlled Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(7) & (8), 863–898.
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Interen dan Faktor Eksteren terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol 9, No. 1.
- Sudana, Made. (2011). *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori & Praktik*. Jakarta: Erlangga.
- Susanto, A.B., Wijanarko, H., Susanto, P., Mertosono, S. (2007). *The Jakarta Consulting Group on Family Business*. Jakarta: The Jakarta Consulting Group.
- Yoshikawa, T., Rasheed, A.A. (2010). Family control and ownership monitoring in family-controlled firms in Japan. *J. Manag. Stud.* 47, 274–295.

Intensi pembelian *reusable bag*: Peran *social marketing* untuk mencapai *sustainable consumption*

Ayu Ekasari

Fakultas Ekonomi dan Bisnis,
Universitas Trisakti, Jakarta, Indonesia
e-mail: ayu.ekasari@trisakti.ac.id

Abstract

Sustainable Development is one of the agenda many countries, including Indonesia, would like to achieve that should be approached by understanding consumption from individual perspective as a player. Marketing discipline can contribute through social marketing implementation by changing consumption pattern that leads to sustainable development. One of the sustainable consumption practices is using a reusable bag while shopping. Hopefully, this will eliminate negative impact of disposable plastic bag commonly used by consumer. A series of hypotheses were tested to find out whether consumers are willing to use reusable bag. The main variables that drive purchase intention are attitude, subjective norm, trust, perceived knowledge, and consumer innovativeness play significant role in forming positive consumers' attitude towards reusable bag and their purchase intention. However, there is no significant influence of revealed information on attitude towards reusable bag. Results of this research can help decision makers related to retailing or retailers themselves to design social marketing campaign and educate consumers about the benefits of reusable bag.

Key words: *sustainable development, social marketing, sustainable consumption, reusable bag.*

Abstrak

Sustainable Development sebagai salah satu agenda yang ingin dicapai banyak Negara di dunia termasuk Indonesia selayaknya didekati juga dari aspek konsumsi di level paling bawah, yaitu menyangkut individu sebagai pelaku langsung. Disiplin ilmu pemasaran dapat berperan melalui pemasaran social (*social marketing*) agar terjadi perubahan pola perilaku konsumsi yang mengarah pada tercapainya *sustainable development* melalui *sustainable consumption*. Penggunaan kembali tas yang digunakan untuk berbelanja (*reusable bag*) adalah salah satu praktek *sustainable consumption* yang kini giat dikampanyekan di Indonesia untuk mengurangi dampak berbahaya limbah tas plastik yang dibuang begitu saja. Serangkaian hipotesis diuji untuk mengetahui sejauh mana intensi konsumen untuk membeli *reusable bag*. Variabel-variabel utama pembentuk intensi pembelian yaitu *attitude, subjectivenorm, trust, perceived knowledge* dan *consumer innovativeness* benar mendorong konsumen membeli *reusable bag*. Tingkat *innovativeness* seseorang pun serta pengetahuan yang dimilikinya juga menghasilkan sikap positif terhadap pembelian *reusable bag*. Namun, tidak ada pengaruh signifikan informasi (*revealed information*) di kemasan *reusable bag* terhadap peningkatan sikap positif konsumen. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberi masukan bagi pengambil kebijakan yang membawahi usaha eceran serta pengecer pada khususnya untuk mendukung konsumen tentang manfaat *reusable bag* melalui kampanye *social marketing* yang terarah.

Kata kunci: *sustainable development, social marketing, sustainable consumption, reusable bag.*

JEL: M30, M31, M37, M39

DOI: [10.20885/jsb.vol21.iss2.art2](https://doi.org/10.20885/jsb.vol21.iss2.art2)

Pendahuluan

Cepatnya pertumbuhan ekonomi di tiga dekade terakhir abad 20 ini telah mendorong konsumsi dan eksploitasi sumber daya alam yang berlebihan. Dampak yang kini dirasakan adalah kerusakan lingkungan, seperti meningkatnya gas rumah kaca, menipisnya lapisan ozon di atmosfer, sumber daya tanah dan air yang tercemar serta rusaknya ekosistem. Hal-hal tersebut menyadarkan akademisi,

pecinta lingkungan maupun pemerintah untuk menjaga keseimbangan alam dengan berproduksi dan berkonsumsi yang sehat.

Di tingkat global, banyak negara dan perusahaan besar di dunia mulai peduli pada konsep keberkelanjutan (*sustainability*) dan menjadikannya sebagai agenda besar untuk dilaksanakan, seperti tertuang dalam *Earth Summit* di Rio de Janeiro tahun 1992 ((Peattie dan Crane, 2005; Schaefer dan Crane, 2005).

PBB membentuk organisasi independen pada tahun 1983, *World Commission on Environment and Development* yang ditugasi mengidentifikasi masalah pembangunan dan ekonomi serta mencari solusinya. Badan ini juga dikenal dengan nama *Brundtland Commission*, diambil dari nama pimpinannya, Gro Harlem Brundtland, yang merupakan perdana menteri Norwegia. Salah satu anggota komisi adalah Emil Salim, mantan Menteri Kependudukan dan Lingkungan Hidup Republik Indonesia.

Pada tahun 1987, Brundtland Commission menerbitkan sebuah laporan berjudul "*Our Common Future*" yang merupakan respons atas konflik yang muncul antara mempercepat pertumbuhan ekonomi dengan degradasi lingkungan di skala global. Dalam laporan tersebut, dicetuskan konsep *sustainable development* yang menitikberatkan pada keadilan antar generasi, yang berarti pemenuhan kebutuhan masa kini tidak boleh mengorbankan generasi mendatang untuk memenuhi kebutuhan mereka. Menurut laporan tersebut, antara lingkungan dan pembangunan tidak bisa dipisahkan. (<http://www.hks.harvard.edu>.)

Di ranah akademi, Brundtland Report memunculkan perdebatan yang menarik, apakah pemasaran berperan dalam memicu peningkatan konsumsi atau bisa memberi kontribusi terhadap pemecahan masalah lingkungan (Peattie dan Peattie, 2008). Bahkan pemasaran sering disebut antithesis dari keberlanjutan, karena pemasaran mendorong orang melakukan konsumsi, sedangkan keberlanjutan justru mendorong orang untuk memenuhi kebutuhan mereka (konsumsi) tanpa mengorbankan kepentingan generasi mendatang (Jones et.al, 2008; *Her Majesty's Government*, 2005).

Dari telaah para akademisi, pemasaran juga dapat berperan dalam mencapai *sustainable development* melalui *sustainable consumption* yaitu merubah perilaku individu di level individu agar mengarah pada keberlanjutan, seperti melakukan daur ulang, mengonsumsi makanan organik, maupun menjalankan pola hidup sehat serta berkonsumsi yang bisa melestarikan lingkungan demi generasi mendatang. Untuk mewujudkan *sustainable consumption*, diperlukan kesadaran individu untuk merubah pola konsumsinya agar mempertahankan kelestarian lingkungan.

Melihat kritik terhadap pemasaran di atas, muncul pemikiran untuk memanfaatkan *social-marketing* agar perilaku individu dapat diubah menuju gaya hidup berkelanjutan yang tidak merugikan lingkungan alam (Peattie dan Peattie, 2008). Sesuai perkembangannya sejak diperkenalkan oleh Kotler dan Zaltman (1971) hingga saat ini, makna *social marketing* tidak mengalami perubahan. *Social marketing* bisa diartikan sebagai penggunaan teknik-teknik pemasaran agar *target audience* secara sukarela bersedia menerima, menolak, mengabaikan dan memodifikasi suatu perilaku untuk mencapai manfaat bagi individu, kelompok maupun masyarakat (Andreassen, 1995). *Social marketing* bisa dipraktekkan oleh berbagai pihak, antara lain pemerintah, lembaga non profit maupun perusahaan manufaktur/jasa.

Salah satu perilaku peduli lingkungan yang diharapkan dapat meminimalisir pencemaran tanah dan merupakan bagian dari *sustainable consumption* adalah menggunakan tas belanja yang dapat dipakai kembali (*reusable bag*) yang bukan berupa tas plastik. Dalam penelitiannya, Johyung dan Ha (2012) menyatakan bahwa perilaku peduli lingkungan bisa dilakukan di tingkat privat, baik individu maupun rumah tangga, salah satunya adalah menggunakan barang yang ramah lingkungan. Sebagaimana diketahui, plastik yang banyak dipakai untuk menempatkan belanjaan konsumen adalah zat kimia yang membutuhkan waktu seratus tahun untuk terurai di dalam tanah. Hal ini mengakibatkan sumber bahan makanan manusia yang berasal dari tanah akan teracuni apabila tas plastik dibuang begitu saja. Penggunaan tas plastik paling banyak terjadi di perdagangan eceran (*retailing*).

Akhir-akhir ini *retailers* sudah menyadari dampak berbahaya tas plastik sehingga mereka mulai menjual tas belanja yang dapat digunakan kembali (*reusable bag*), bukan sekedar tas plastik yang diklaim bisa didaur ulang dan cepat terurai. Fenomena baru ini cukup menggembirakan, karena *retailer* bisa dikatakan telah menerapkan *social marketing*, yaitu mengajak konsumen merubah perilakunya dengan menggunakan *reusable bag* untuk berbelanja.

Di dalam Undang Undang Nomer 18/2008 yang mengatur tentang pengelolaan sampah juga disebutkan agar pelaku bisnis membatasi penggunaan kantong plastik dan mendorong konsumennya untuk mengurangi penggunaan kantong plastik saat berbelanja. Pada tahun 2016, Direktorat Pengelolaan Sampah – Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan berencana mewujudkan kebijakan kantong plastik berbayar dalam rangka mencapai Indonesia Bersih Sampah 2020. Survey pun sudah mulai diluncurkan untuk menggali sejauh mana kebijakan ini akan didukung oleh masyarakat luas.

Keseriusan Pemerintah untuk mengurangi limbah plastik khususnya dan membebaskan Indonesia dari sampah umumnya benar-benar dilaksanakan melalui Hari Peduli Sampah Nasional pada 21 Februari 2016 yang berisi deklarasi Indonesia Bebas Sampah 2020, pencanangan uji coba kantong plastik berbayar dan pembagian *reusable bag* yang diselenggarakan di Bundaran HI Jakarta. Uji coba kantong plastik berbayar mendapat dukungan dari Asosiasi Pengusaha Ritel Indonesia (APRINDO) dan telah diujicobakan di 17 kota. Namun setelah kampanye kantong plastik berbayar berakhir, patut dipertanyakan bagaimana intensi masyarakat: apakah kembali menggunakan kantong plastik atau membeli *reusable bag* untuk digunakan terus menerus. Sebagai catatan, kantong plastik berbayar dihargai Rp.200,- saat gerakan uji coba, sedangkan *reusable bag* yang dijual *retailer* besar berharga sekitar Rp. 10.000,- hingga Rp. 20.000,-.

Oleh karena *reusable bag* adalah sesuatu yang baru, tentu diperlukan kampanye *social marketing* untuk mendorong konsumen mau menggunakannya. Pemasar, dalam hal ini *retailer*, harus mengetahui terlebih dahulu faktor-faktor yang bisa mempengaruhi intensi konsumen untuk merubah perilakunya, yaitu menggunakan tas yang sama dan dapat digunakan kembali (*reusable bag*) saat berbelanja. Untuk itu diperlukan sikap (*attitude*) positif konsumen bahwa *reusable bag* benar-benar lebih baik dan bermanfaat dibanding tas plastik.

Penelitian-penelitian terbaru mengindikasikan bahwa berperilaku peduli lingkungan yang mengarah pada *sustainable consumption* banyak dipengaruhi oleh aspek psikologis yang ada dalam diri manusia (Johyung dan Ha, 2012; Lao, 2014; Chih dan Yu, 2015), antara lain *consumer innovativeness*, *attitude*, *subjective norm* yang semuanya mengarah pada intensi melakukan perilaku peduli lingkungan.

Beberapa peneliti menemukan bahwa untuk membangun sikap (*attitude*) positif konsumen dalam perilaku peduli lingkungan, perlu adanya kepercayaan (*trust*), *revealed information* serta *perceived knowledge* yang ada dalam diri konsumen tentang perilaku peduli lingkungan yang dikampanyekan (O'Fallon, 2007; Kim, Ferrin dan Rao, 2008; Gracia dan Margitris, 2008; Chih dan Yu, 2015). Seberapa paham seseorang akan informasi yang terkandung dalam perilaku peduli lingkungan (misalnya kemasan) serta pengetahuan yang dimiliki seseorang juga mempengaruhi sikap dan intensinya berperilaku peduli lingkungan.

Disamping itu, aspek psikologis lain yang juga bisa digunakan untuk memahami perilaku peduli lingkungan adalah *consumer innovativeness* yang menjelaskan sejauh mana tingkat penerimaan seseorang terhadap sesuatu yang baru mendahului orang lain disekitarnya (Rogers dalam Schiffman dan Kanuk, 2010). Beberapa peneliti sebelumnya menemukan bahwa *consumer innovativeness* mempunyai pengaruh terhadap keinginan seseorang untuk pembelian produk baru (Chen, 2011 dan Im et al., 2003). Demikian pula perilaku konsumen yang tergolong baru yaitu *online shopping* dan *cyber bank* juga didorong oleh *consumer innovativeness* di dalam diri mereka (Lassar, Manolis dan Lassar, 2005 dan Chang dan Zhu, 2007). Lao (2014) juga mengemukakan bahwa terkait produk hijau yang adakalanya menggunakan teknologi baru atau menyediakan fungsi kegunaan baru yang inovatif, maka konsumen dengan derajat *innovativeness* tinggi cenderung bersedia melakukan pembelian produk hijau.

Secara psikologis terbukti bahwa pengaruh luar yang bisa berasal dari keluarga maupun teman (*subjective norm*) juga mendorong seseorang untuk menerima inovasi dalam perilaku peduli lingkungan seperti membeli makanan organik serta produk ramah lingkungan dan membuatnya berniat membeli (*purchase intention*) produk organik tersebut (Kalafatis dan Pollard, 1999; Luo, 2010; Kim dan Chung, 2011; Lao, 2014).

Di sisi lain penelitian tentang perilaku peduli lingkungan, sikap (*attitude*) ternyata juga dibentuk oleh tersedianya informasi (*revealed information*) dan *perceived knowledge* serta kepercayaan (*trust*) terhadap perilaku peduli lingkungan (Chih dan Yu, 2015; Janssen dan Hamm, 2012; Vermeir dan Verbeke, 2006; Zakowska-Biemans, 2011). Para peneliti tersebut menemukan bahwa makin mudahnya konsumen memahami informasi serta mempunyai pengetahuan memadai serta percaya terhadap suatu perilaku peduli lingkungan yang dikampanyekan, akan meningkatkan kemauan mereka untuk melakukannya.

Kebaruan penelitian ini adalah menambah variabel *consumer innovativeness* untuk melengkapi model sebelumnya dari Chih dan Yu (2015) dan Lao (2014) dalam memprediksi perilaku peduli lingkungan yang belum diteliti, yaitu penggunaan *reusable bag*.

Review Literatur dan Hipotesis

Sikap (*attitude*) adalah komponen penting dalam *Theory-of- Reasoned Action* (Ajzen, 1991) yang sudah kokoh dan banyak dipakai untuk memahami perilaku konsumen dan merupakan *predictor* untuk *purchase intention* dalam TRA. Penelitian tentang perilaku peduli lingkungan banyak menggunakan TRA dan terbukti bahwa makin positif sikap seseorang terhadap perilaku peduli lingkungan, maka ia berniat melaksanakannya (Magnuson et al., 2003; Johyung dan Ha, 2012; Padel dan Foster, 2005; Honkanen et.al, 2006; Chih dan Yu, 2015; Lao, 2014).

Subjective norm juga merupakan komponen TRA yang menggambarkan pengaruh dan tekanan sosial dari luar agar seseorang melakukan suatu tindakan (Ajzen, 1991) dan banyak dipakai untuk memahami perilaku peduli lingkungan. Ajzen (1991) menyatakan bahwa *subjective norm* ditentukan oleh harapan orang lain bahwa seseorang sebaiknya mengikuti norma-norma yang berlaku di masyarakat. Dalam hal penggunaan *reusable bag*, tekanan sosial ini bisa berupa pendapat orang, berita dari media, kampanye sosial dari pemerintah dan lembaga non-profit. Adapun norma yang berlaku dan trend yang berlaku saat ini adalah sebaiknya orang melakukan konsumsi secara berkelanjutan, salah satunya adalah tidak mencemari lingkungan. Beberapa penelitian telah membuktikan pengaruh positif *subjective norm* terhadap intensi melakukan perilaku peduli lingkungan (Chen, 2007; Dean et al., 2008; Chih dan Yu, 2015).

H1: *Attitude* pada *reusable bag* berpengaruh positif terhadap *purchase intention*

H2: *Subjective norm* tentang *reusable bag* berpengaruh positif terhadap *purchase intention*

Morgan dan Hunt (1994) menyatakan bahwa kepercayaan (*trust*) akan muncul jika salah satu pihak yakin akan integritas pihak lain yang menjadi partner dalam pertukaran. Selanjutnya *trust* juga menjadi faktor penentu timbulnya sikap positif dan intensi pembelian dalam konteks pemasaran (Garbarino dan Johnson, 1999; Wu dan Chen, 2005; Gifford dan Bernard, 2006). Salah satu perilaku yang *sustainable* adalah konsumsi makanan organik, dan beberapa penelitian membuktikan bahwa makin percaya orang terhadap manfaat makanan organik akan mendorong mereka bersikap positif dan bersedia membelinya (Wu dan Chen, 2005; Janssen dan Hamm, 2012; Chih dan Yu, 2015).

H3: *Trust* berpengaruh positif terhadap *attitude* pada *reusable bag*

H4: *Trust* berpengaruh positif terhadap *purchase intention*

Di sisi lain, informasi yang jelas adalah sangat penting bagi konsumen dalam pengambilan keputusan pembelian. Terlebih dalam memutuskan untuk menjalankan perilaku yang *sustainable*, misalnya membeli makanan organik, dibutuhkan informasi jelas dan kredibel sehingga tercipta *trust* dan *attitude* positif tentang makanan organik (Gracia dan Margitris, 2008). Khusus untuk makanan

organik, logo dan pelabelan berperan penting dalam menyampaikan informasi kepada konsumen karena dapat meningkatkan sikap positif dan intensi pembelian (Zakowska-Biemans, 2011) serta membantu konsumen berpikir rasional terkait makanan organik (O’Fallon et al., 2007). Oleh karena penggunaan *reusable bag* merupakan salah satu jenis *sustainable consumption* juga, sama dengan konsumsi makanan organik, maka logo dan label yang memberi informasi tentang *reusable bag* juga diduga dapat meningkatkan sikap positif dan kepercayaan terhadap tas tersebut.

H5: *Revealed information* berpengaruh positif terhadap *trust* pada *reusable bag*

H6: *Revealed information* berpengaruh positif terhadap *attitude* pada *reusable bag*

Pengetahuan yang dimiliki konsumen terkait suatu perilaku konsumsi dapat mempengaruhi sikap dan kepercayaan untuk melaksanakan perilaku tersebut. Beberapa penelitian terkait salah satu perilaku *sustainable*, yaitu konsumsi makanan organik, membuktikan bahwa pengetahuan konsumen tentang manfaat makanan organik meningkatkan sikap positif mereka terhadap makanan organik (Gifford dan Bernard, 2006; Padel dan Foster, 2005). Terlebih lagi, makanan organik adalah sesuatu yang baru bagi konsumen, sehingga pengetahuan yang memadai tentang makanan organik, dapat meningkatkan kepercayaan mereka yang pada akhirnya mendorong mereka untuk membelinya (Vermeir dan Verbeke, 2006; Hughner et al., 2007, O’Fallon et al., 2007; Gracia dan Margitris, 2008).

Analog dengan pembahasan tentang makanan organik, konsumen perlu mempunyai pengetahuan yang cukup tentang mengapa mereka sebaiknya menggunakan *reusable bag* agar timbul kepercayaan dan sikap positif terhadap *reusable bag*.

H7: *Perceived knowledge* berpengaruh positif terhadap *trust* pada *reusable bag*

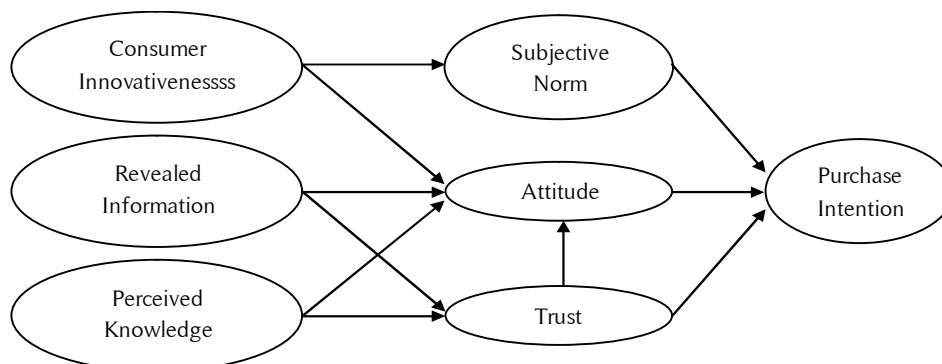
H8: *Perceived knowledge* berpengaruh positif terhadap *attitude* pada *reusable bag*

Sebagai salah satu karakter dalam kepribadian, *innovativeness* menggambarkan derajat penerimaan seseorang akan sesuatu yang baru dan bisa dijadikan faktor untuk dieksploitir pemasar dalam mengampanyekan inovasinya kepada konsumen (Schifman dan Kanuk, 2011). Dalam konteks pemasaran, berbagai perilaku peduli lingkungan perlu dikampanyekan dan dengan memahami *innovativeness* yang ada dalam diri konsumen, pemasar bisa menerapkan strategi pemasaran yang tepat dengan menonjolkan *innovativeness* tersebut. Im et.al (2008), Bartels dan Reinders (2010), Chang dan Zu (2007) dan Lao (2014) menemukan bahwa *consumer innovativeness* mendorong konsumen bersikap positif dan berniat membeli makanan organik serta pendingin ruangan hemat energi, dua diantara berbagai perilaku peduli lingkungan yang merupakan inovasi produsennya.

Jika seseorang mempunyai sisi *innovativeness* tinggi dalam dirinya, ia cenderung bersedia menerima norma dan pengaruh yang berasal dari lingkungan eksternalnya. Diduga individu yang bersedia menerima hal-hal baru akan lebih toleran dan modern dalam menghadapi tekanan dari pihak lain untuk menerima suatu perilaku yang baru (Lao, 2014).

H9 : *Consumer innovativeness* berpengaruh positif terhadap *attitude* pada *reusable bag*

H10 : *Consumer innovativeness* berpengaruh positif terhadap *subjective norm*



Gambar 1. Rerangka Konseptual

Metode Penelitian

Rancangan penelitian ini berupa uji hipotesis dan dilakukan secara *cross-sectional* serta menggunakan konsumen individu sebagai unit analisis, yaitu 150 orang individu yang mengunjungi *supermarket* Carrefour, Hero dan Superindo minimal tiga kali dalam enam bulan terakhir ini. *Construct Attitude, Subjective Norm, Trust, Revealed Information, Perceived Knowledge* dan *Purchase Intention* berikut instrument-instrumennya diadopsi dari Chih dan Yu (2015), sedangkan construct *Consumer Innovativeness* dan instrumen-instrumennya menggunakan pengukuran dari Lao (2014). Kesemua instrument diukur menggunakan skala Likert satu sampai lima, dimulai dari sangat tidak setuju (1) hingga 5 (sangat setuju).

Dari *loading factor*, dapat dilihat bahwa semua instrument lebih besar daripada 0.4, sehingga memenuhi persyaratan seperti dikemukakan Hair et.al (2006). Demikian pula semua *construct* mempunyai koefisien *Cronbach Alpha* di atas 0.6 seperti disyaratkan oleh Sekaran dan Bougie (2013). Analisis data dilakukan menggunakan software AMOS versi 19.1.

Table 1. Hasil Uji Validitas and Reliabilitas

Variable	Loading Factor	Reliability (Cronbach Alpha)
Revealed Information		0,8746
1. Menurut saya, label Reusable Bag (gambar daun, simbol daur ulang) memberikan informasi yang benar tentang Reusable Bag	0,784	
2. Menurut saya, label Reusable Bag (gambar daun, simbol daur ulang) memberikan informasi yang akurat tentang Reusable Bag	0,872	
3. Menurut saya, label Reusable Bag (gambar daun, simbol daur ulang) memberikan informasi yang memadai tentang Reusable Bag	0,872	
4. Saya puas dengan informasi yang disediakan pada label Reusable Bag (gambar daun, simbol daur ulang)	0,784	
Perceived Knowledge		0,7615
1. Saya memiliki banyak pengetahuan tentang Reusable Bag	0,682	
2. Menurut pendapat saya, rata-rata orang Indonesia memiliki banyak pengetahuan tentang Reusable Bag	0,551	
3. Menurut pendapat saya, pemerintah memiliki banyak pengetahuan tentang Reusable Bag	0,641	
4. Menurut pendapat saya, ilmu pengetahuan juga menyediakan banyak pengetahuan tentang Reusable Bag.	0,604	
5. Menurut pendapat saya, industri retailer/eceran (Supermarket dan Hypermarket) juga menyediakan banyak pengetahuan tentang Reusable Bag.	0,655	
Subjective Norm		
1. Menurut saya, keluarga saya berfikir saya sebaiknya membeli Reusable Bag.	0,711	
2. Menurut saya, teman-teman saya berfikir saya sebaiknya membeli Reusable Bag.	0,769	
3. Menurut saya, berita dan majalah mempengaruhi keputusan saya membeli Reusable Bag.	0,734	
4. Menurut saya, dukungan pemerintah terhadap Reusable Bag mempengaruhi keputusan saya membeli Reusable Bag.	0,652	
Attitudes		0,7911
1. Menurut saya, Reusable Bag mengandung lebih sedikit bahan kimia di bandingkan tas plastik	0,478	
2. Menurut saya, Reusable Bag lebih aman untuk digunakan dibandingkan tas plastik.	0,776	
3. Menurut saya, Reusable Bag lebih sehat untuk digunakan dibandingkan tas plastik.	0,805	
4. Menurut saya, Reusable Bag lebih nyaman digunakan dibandingkan tas plastik.	0,637	
5. Menurut saya, Reusable Bag memiliki kualitas lebih unggul dibandingkan tas plastik.	0,720	
6. Menurut saya, harga Reusable Bag lebih mahal dibandingkan tas plastik.	0,455	
7. Menurut saya, Reusable Bag lebih menarik untuk digunakan dibandingkan tas plastik.	0,498	
Trust		0,8210
1. Saya berfikir retailer/eceran(Supermarket dan Hypermarket) menyadari tanggung jawab mereka (tentang menyediakan Reusable Bag)	0,633	

Variable	Loading Factor	Reliability (Cronbach Alpha)
2. Saya percaya retailer/eceran (Supermarket dan Hypermarket) yang menjual Reusable Bag benar-benar menjual tas yang berkualitas	0,753	
3. Saya percaya pada label yang tertera di Reusable Bag (gambar daun, simbol daur ulang)	0,833	
4. Saya percaya kepada retailer/eceran yang menjual Reusable Bag.	0,681	
Purchase Intention		0,8692
1. Jika Reusable Bag tersedia di retailer/eceran (Supermarket dan Hypermarket, saya akan membelinya.	0,784	
2. Saya bersedia untuk membeli Reusable Bag meskipun harganya mahal.	0,853	
3. Kemungkinan saya membeli Reusable Bag sangat tinggi.	0,840	
Consumer Innovativeness		0,8043
1. Saya suka menggunakan produk dengan desain dan fungsi yang baru.	0,722	
2. Saya suka membaca berbagai informasi dan berita baru tentang produk baru	0,706	
3. Saya suka mempelajari dan menguasai perubahan dan karakteristik dari produk baru	0,779	

Sumber: Data diolah

Tabel 2. Hasil Uji Kesesuaian Model (*Goodness-of-fit*)

Jenis Pengukuran	<i>Goodness of Fit Index</i>	Nilai	<i>Cut-Off</i>	Kesimpulan
<i>Absolute Fit Measures</i>	<i>Chi square</i>	834.02	Diharapkan dalam nilai kecil	Tidak <i>goodness-of-fit</i>
	<i>p-value</i>	0.000	≥0.05	Tidak <i>goodness-of-fit</i>
	<i>Normed chi-square</i>	2.129	Batas bawah 1, batas atas 5	<i>Goodness-of-fit</i>
<i>Incremental Fit Measures</i>	RMSEA	0.087	≤0.10	<i>Goodness-of-fit</i>
	NFI	0.717	≥0.90	<i>Marginal fit</i>
	CFI	0.824	≥0.90	<i>Marginal fit</i>

Sumber: Data diolah

Dari tabel 5 dapat dilihat bahwa walaupun ada dua kriteria *goodness-of-fit* yang tidak tercapai, namun model penelitian bisa diterima, karena ada beberapa kriteria yang mencapai *goodness-of-fit* maupun *marginal fit*.

Hasil dan Pembahasan

Adanya pengaruh positif sikap (*attitude*) dan *subjective norm* terhadap intensi membeli *reusable bag* membuktikan *Theory-of-Reasoned Action* yang dikemukakan oleh Ajzen (1991) dan beberapa penelitian sebelumnya terkait perilaku peduli lingkungan (Magnuson et.al, 2003; Park dan Ha, 2012; Padel dan Foster, 2005; Honkanen et.al, 2006; Chih dan Yu, 2015; Lao, 2013; Chen, 2007; Dean et al., 2008). Hal ini memperlihatkan bahwa jika seseorang merasa *reusable bag* aman lebih aman, mengandung lebih sedikit bahan kimia, lebih sehat, lebih menarik dan nyaman untuk digunakan, maka ia terdorong untuk membeli dan menggunakannya untuk berbelanja.

Adanya pengaruh positif kepercayaan (*trust*) terhadap sikap (*attitude*) pada *reusable bag* dan intensi membelinya juga menguatkan penelitian sebelumnya dalam konteks perilaku peduli lingkungan (Wu dan Chen, 2005; Jannsen dan Hamm, 2012; Chih dan Yu, 2015). Pembuktian kedua hipotesis ini menunjukkan kepercayaan konsumen terutama terhadap *retailer*/pengecer/supermarket yang menjual *reusable bag* sehingga mereka berniat membeli dan menggunakannya.

Yang menarik adalah walaupun informasi yang tertera pada *reusable bag* (*revealed information*) meningkatkan kepercayaan konsumen, namun tidak berpengaruh positif secara langsung terhadap sikap akan *reusable bag*. Kedua hasil ini selain mendukung juga bertentangan dengan penelitian Chih dan Yu (2015) yang menyatakan *revealed information* berpengaruh positif terhadap sikap dan kepercayaan pada perilaku peduli lingkungan.

Diduga walaupun informasi yang tertera pada *reusable bag* berupa gambar daun dan symbol daur ulang baru cukup membuat konsumen mempercayai bahwa *supermarket* tempat mereka berbelanja

sudah bertanggung jawab akan perlunya menjaga kelestarian lingkungan, namun tidak cukup kuat membentuk sikap positif mereka terhadap *reusable bag*. Informasi yang tertera di tas belum bisa membuat konsumen yakin bahwa tas tersebut benar-benar lebih nyaman, sehat, aman, tidak mengandung bahan kimia serta nyaman digunakan. Keterangan yang ada di tas juga tidak memberi informasi tentang manfaat *reusable bag*, sehingga konsumen tidak merasa perlu membelinya. Selain itu, terdapat kemungkinan bahwa untuk meningkatkan sikap positif diperlukan terlebih dahulu kepercayaan sebagai variabel *intervening* seperti dikemukakan oleh Janssen dan Hamm, 2012; Vermeir dan Verbeke, 2006; Zakowska-Biemans, 2011). Dengan demikian seperti pembuktian penelitian-penelitian lalu, informasi yang tertera dalam *reusable bag* adalah *predictor* kuat untuk menimbulkan kepercayaan yang pada akhirnya akan meningkatkan sikap positif dan niat membelinya.

Di sisi lain, pengetahuan yang dimiliki konsumen tentang *reusable bag* ternyata bisa memberi pengaruh positif terhadap sikap dan kepercayaan terhadap *reusable bag* seperti telah dibuktikan oleh beberapa peneliti sebelumnya (Vermeir dan Verbeke, 2006; Hughner et al., 2007, O'Fallon et al., 2007; Gracia dan Margitris, 2008). Hasil ini memperlihatkan bahwa konsumen sudah mempunyai pengetahuan cukup tentang reusable bag, disamping mereka juga mengetahui bahwa pemerintah dan pengecer/*retailer* sudah memberikan pengetahuan yang memadai tentang manfaat *reusable bag*.

Tingkat *innovativeness* konsumen ternyata terbukti meningkatkan sikap positif mereka terhadap penggunaan *reusable bag* dan intensi untuk membelinya seperti dibuktikan oleh Lao (2014) tentang pengaruh *consumer innovativeness* terhadap sikap dan intensi melakukan perilaku peduli lingkungan. Mereka yang suka menggunakan produk dengan disain dan fungsi baru, gemar membaca informasi tentang produk baru serta suka mempelajari perubahan dan karakteristik produk baru, cenderung menganggap *reusable bag* memang lebih aman, sehat dan berkualitas serta bersedia membelinya.

Rangkuman hasil uji hipotesis dapat dilihat di tabel 3 berikut:

Tabel 3. Hasil Uji Hipotesis

Hipotesis	Coefficient	p-value	Keputusan
H1 : <i>Attitudes Purchase Intention</i>	0,338	0,026	H1: Didukung
H2 : <i>Subjective Norm Purchase Intention</i>	0,568	0,000	H2 : Didukung
H3 : <i>Trust Attitudes</i>	0,736	0,003	H3: Didukung
H4 : <i>Trust Purchase Intention</i>	0,810	0,000	H4 : Didukung
H5 : <i>Revealed Information Trust</i>	0,171	0,008	H5 : Didukung
H6: <i>Revealed Information Attitude</i>	0,067	0,207	H6: Tidak didukung
H7 : <i>Perceived Knowledge Attitudes</i>	0,467	0,018	H7: Didukung
H8 : <i>Perceived Knowledge Trust</i>	0,625	0,000	H8 : Didukung
H9 : <i>Consumer Innovativeness Subjective Norm</i>	0,892	0,000	H9 : Didukung
H10: <i>Consumer Innovativeness → Attitudes</i>	0,311	0,009	H10 : Didukung

Sumber: Data diolah

Kesimpulan

Penelitian ini merupakan pionir dalam memahami perilaku peduli lingkungan terkait penggunaan tas untuk berbelanja yang bukan terbuat dari plastik. Dengan menggunakan model penelitian yang menggabungkan beberapa variabel, penelitian ini mencoba menjelaskan faktor-faktor yang mendorong sikap positif dan intensi pembelian *reusable bag*, salah satu perilaku peduli lingkungan yang amat jarang diteliti. Oleh karena masyarakat Indonesia masih terbiasa menggunakan tas plastik saat berbelanja, beberapa saran bisa dilaksanakan oleh *retailer* dalam mengembangkan kampanye *social marketing* untuk merubah perilaku konsumen.

Pertama, diperlukan informasi yang memadai di kemasan tas untuk mendorong konsumen mempercayainya dan bersikap positif akan pemakaian *reusable bag*. Saat ini beberapa *reusable bag* sudah menyantumkan simbol daur ulang dan kalimat tentang penyelamatan lingkungan, antara lain:

“selamatkan lingkungan untuk hari esok yang lebih baik”, “sahabat lingkungan”, “lindungi lingkungan kita”, “*reduce, reuse, go green*”. Namun kalimat-kalimat tersebut masih terlalu abstrak dan normatif, sehingga perlu penjelasan lebih konkrit. Sebaiknya ditambahkan kaitan penggunaan *reusable bag* dengan penyelamatan lingkungan serta bahaya tas plastik bagi lingkungan terutama tanah. Kalimat-kalimat tersebut bisa dibuat dengan ringkas, padat dan diletakkan secara proporsional, misalnya: “hindari tas plastik sekali pakai yang bisa mencemari tanah, gunakan tas yang bisa digunakan kembali”. Oleh karena tidak ada pengaruh positif *revealed information* terhadap *attitude*, maka diperlukan informasi yang tepat dan konkrit untuk membangun kepercayaan konsumen terlebih dahulu.

Kedua, *retailer* juga dapat meningkatkan pengetahuan konsumen melalui komunikasi pemasaran, yaitu *banner* yang terpasang di beberapa tempat di dalam supermarket terutama di pintu masuk dan tempat pembayaran, serta penempelan tulisan di sudut-sudut tertentu yang strategis agar konsumen mudah membacanya. Selain itu, dalam pencetakan brosur/*flyer* yang sering dilakukan *retailer* saat ada promosi, juga dicantumkan pengetahuan tentang manfaat menggunakan *reusable bag*. *Retailer* juga perlu mengadakan kampanye khusus dengan memberi *reward* berupa hadiah atau potongan harga bagi konsumen yang berbelanja menggunakan *reusable bag*. Untuk mengomunikasikan manfaat *reusable bag* dapat juga dilakukan melalui *website* perusahaan, dengan menampilkan foto tas yang dijual serta pengetahuan terkait bahaya menggunakan tas plastik bagi lingkungan. Demikian pula, kasir yang melayani konsumen dilatih agar menawarkan *reusable bag* kepada konsumen dan secara singkat menjelaskan manfaatnya saat sedang melayani konsumen, disamping *reusable bag* itu sendiri diletakkan di dekat kasir untuk memudahkan konsumen melihatnya.

Ketiga, seiring temuan penelitian bahwa ciri kepribadian *innovativeness* terbukti berpengaruh positif terhadap *attitude* dan *subjective norm*, maka dalam kampanye sosial juga perlu dicantumkan bahwa mereka yang menggunakan *reusable bag* adalah *innovator*. Diharapkan, hal ini dapat meningkatkan kepercayaan diri dan kebanggaan mereka yang menggunakan *reusable bag*. *Retailer* juga harus merancang *reusable bag* secara inovatif, seperti tas yang bisa dilipat kecil serta menggunakan bahan baku yang berasal dari bahan daur ulang. Dalam kampanyenya, *retailer* sebaiknya menyampaikan bahwa dengan menggunakan *reusable bag* sebagai salah satu inovasi perilaku peduli lingkungan, maka dampak positifnya akan dirasakan oleh masyarakat luas, termasuk orang-orang dekat konsumen, seperti keluarga dan teman, yaitu tanah tidak tercemar oleh tas plastik sekali pakai yang langsung dibuang.

Keempat, penelitian membuktikan bahwa *subjective norm* berpengaruh positif terhadap intensi membeli *reusable bag*, serta adanya pengaruh positif *innovativeness* terhadap *subjective norm*. Dalam kampanye *social marketing* melalui *website* maupun *youtube*, *retailer* dapat memperlihatkan kerabat, teman dan orang di sekitar konsumen ikut mendorongnya menggunakan *reusable bag*. Jika konsumen percaya bahwa orang-orang dekat mereka berpikir bahwa menggunakan *reusable bag* adalah bermanfaat, *retailer* dapat menyampaikan kegunaan *reusable bag* bagi masyarakat secara umum (misalnya: dapat mengurangi penggunaan tas plastik yang bisa mencemari sumber daya alam yaitu tanah, bersifat ramah lingkungan karena dibuat dari bahan baku hasil daur ulang/yang tidak mengandung zat kimia) untuk meningkatkan sikap positif konsumen.

Terakhir yang tidak kalah penting adalah hasil penelitian ini juga dapat memberi sumbangan ide bagi pemerintah (Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan) untuk kembali menggalakkan pengurangan kantong plastik dengan mengkampanyekan *reusable bag*. Peran pemerintah amat penting terutama unsur pemerintah adalah bagian dari *subjective norm* yang terbukti mempengaruhi sikap konsumen agar membeli *reusable bag*. Sekali lagi diperlukan kampanye nasional yang melibatkan Kementerian KLH dan APRINDO (Asosiasi Pengusaha Retail Indonesia) untuk mengedukasi konsumen agar bersedia meninggalkan kantong plastik dan beralih ke *reusable bag*.

Penelitian ini mempunyai beberapa kelemahan, antara lain jumlah responden yang relatif sedikit serta tidak dibedakan antara mereka yang belum mengetahui *reusable bag* dan sudah mengetahuinya. Disamping itu, penelitian ini juga tidak meneliti jenis *reusable bag* lain yaitu tas plastik yang diklaim bersifat mudah terurai (*biodegradable*) sehingga tidak mencemari tanah dan

biasanya diberikan langsung oleh kasir saat konsumen membayar. Penelitian ini juga tidak memasukkan peran variabel *trust* sebagai *mediator* antara *perceived knowledge* dan *revealed information* terhadap *attitude* seperti yang dinyatakan oleh Janssen dan Hamm, (2012), Vermeir dan Verbeke (2006), Zakowska-Biemans (2011) tentang pentingnya faktor *trust* dalam membangun sikap positif. Selain itu, penelitian ini juga menggunakan *Theory-of-Reasoned Action* untuk memahami intensi berperilaku yang sebenarnya teori ini telah dikembangkan lagi menjadi *Theory of Planned Behavior* oleh Ajzen (1991) dengan memasukkan variabel *perceived behavioral control* untuk lebih tepat memprediksi *behavioral intention*.

Untuk peneliti selanjutnya, hendaknya memperbesar jumlah sampel serta melakukan uji beda antara konsumen yang sudah/belum mengetahui manfaat *reusable bag* sehingga bisa diketahui bagaimana cara yang tepat untuk mengampanyekan *reusable bag* kepada dua kelompok tersebut. Akan menarik jika peneliti berikutnya melakukan perbandingan sikap dan intensi konsumen terkait dua jenis *reusable bag*, yaitu yang terbuat dari plastik mudah terurai (*biodegradable*) dan yang terbuat dari kain/bahan daur ulang. Perbedaan dua jenis *reusable bag* tersebut adalah tas plastik *biodegradable* sudah digunakan untuk menempatkan barang belanjaan dan gratis karena langsung diberikan oleh kasir, sedangkan *reusable bag* dari kain harus dibeli.

Untuk menambah kontribusi teoritis, peneliti yang akan datang juga sebaiknya mengembangkan model penelitian dengan memasukkan variabel *trust* sebagai *mediator* yang menghubungkan variabel *revealed information* dan *perceived knowledge* terhadap *attitude*. Penggunaan *Theory-of-Planned Behavior* dengan memasukkan variabel *Perceived Behavioral Control* juga bisa diterapkan untuk meneliti lebih lanjut bagaimana sikap dan intensi membeli konsumen terkait *reusable bag*, suatu perilaku peduli lingkungan yang relatif masih baru sehingga perlu dikampanyekan.

Daftar Pustaka

- Ajzen, Icek. (1991). From Intentions to Actions: A Theory of Planned Behavior. Downloaded from www.d.umn.edu/lib/copyright.
- _____, The Theory of Planned Behavior. (1991). *Organizational and Human Decision Process*, 50, p. 179-211.
- Andreassen Alan R. (1995). Social Marketing: Its Definition and Domain. *Journal of Public Policy & Marketing*, Vol.13 (1), p. 108-114.
- _____, (2002). Marketing Social Marketing in the Social Change Marketplace. *Journal of Public Policy & Marketing*, Vol 21(1), p. 3-13.
- _____,(2003).The Life Trajectory of Social Marketing Some Implications.*Marketing Theory* Vol 3 (3), p.293-303.
- Bartels, J. and Reinders, M. (2010). Social identification, social representations, and consumer innovativeness in organic food context, *Food Quality and Preference*, Vol. 21 No. 4, pp. 347-352.
- Chang, Y.P. and Zhu, D.H. (2007). Factors influencing consumers' intention of online-shopping: an empirical study from the angle of consumer innovativeness, *China Journal of Management*, Vol. 4 No. 6, pp. 820-823.
- Chen, M.F. (2007). Consumer attitudes and purchase intention in relation to organic foods in Taiwan: moderating effects of food-related personality traits, *Food Quality and Preference*, Vol. 18, No. 7, pp. 1008-1021.
- Chen, W.P. (2011). An empirical study on the relationship among consumer lifestyle, consumer innovativeness and new product buying behavior, *Economic Management*, Vol. 33 No. 2, pp. 94-101.

- Chih-Ching Teng and Yu Mei-Wang. (2015). Decisional Factors Driving Organic Food Consumption. *British Food Journal* Vol.117 Iss 3, pp 1066-1081
- Dean, M., Raats, M.M. and Shepherd, R. (2008). Moral concerns and consumer choice for fresh and processed organic foods, *Journal of Applied Social Psychology*, Vol. 38 No. 8, pp. 2088-2107.
- Garbarino, E. and Johnson, M.S. (1999). The different roles of satisfaction, trust, and commitment in customer relationships, *Journal of Marketing*, Vol. 63 No. 2, pp. 70-87.
- Gifford, K. and Bernard, J.C. (2006). Influencing consumer purchase likelihood of organic food, *International Journal of Consumer Studies*, Vol. 30 No. 2, pp. 155-163.
- Gracia, A. and Magistris, T.D. (2008). The demand for organic foods in the south of Italy: a discrete choice model, *Food Policy*, Vol. 33 No. 5, pp. 386-396.
- Hair, Joseph. et al. (2006). *Multivariate Data Analysis*. Sixth Edition. Pearson International Edition.
- Her Majesty's Government. (2005). Securing the Future. Vol. 6467, cm. 6467, available at: www.sustainable-development.gov.uk/publications/uk-strategy/index.htm
- Honkanen, P., Verplanken, B. and Olsen, S.O. (2006). Ethical values and motives driving organic food choice, *Journal of Consumer Behaviour*, Vol. 5 No. 5, pp. 420-430.
- Hughner, R.S., McDonagh, P., Prothero, A., Shultz, C.J. II and Stanton, J. (2007). Who are organic food consumers? A complication and review of why people purchase organic food, *Journal of Consumer Behaviour*, Vol. 6 Nos 2-3, pp. 94-110.
- Im, S., Baynes, B. and Mason, C. (2003). An empirical study of consumer innovativeness, personal characteristics, and new-product adoption behavior, *Academy of Marketing Science*, Vol. 31 No. 1, pp. 61-73.
- Janssen, M. and Hamm, U. (2012). Product labelling in the market for organic food: consumer preferences and willingness-to-pay for different organic certification logos, *Food Quality and Preference*, Vol. 25 No. 1, pp. 9-22.
- Jones, Peter, et al. (2008). Marketing and Sustainability. *Marketing Intelligence and Planning*, Vol. 26, No. n2, pp.123-130.
- Kalafatis, S. and Pollard, M. (1999). Green marketing and Ajzen's theory of planned behavior: across-market examination, *Journal of Consumer Marketing*, Vol. 16 No. 5, pp. 441-460.
- Kim, D.J., Ferrin, D.L and Rao, H.R. (2008). A trust-based consumer decision making model in electronic commerce: the role of trust, perceived risk and, and their antecedents, *Decision Making Systems*, Vol. 44, No. 2, pp. 544-564.
- Kim, H. and Chung, J. (2011). Consumer purchase intention for organic personal care product, *Journal of Consumer Marketing*, Vol. 28 No. 1, pp. 40-47.
- Kotler, Philip and Levy, Sidney. (1969). Broadening the Concept of Marketing. *Journal of Marketing*, vol. 33, No. 1, p. 1-15.
- Kotler, Philip and Zaltman, Gerard. (1971). An Approach to Planned Social Change. *Journal of Marketing* (35), p. 3-12.
- Lao, Kefu (2014), Research on mechanism of consumer innovativeness influencing green consumption behavior, *Nankai Business Review*, Vol. 5 No. 2, pp 211-224.
- Lassar, W., Manolis, C. and Lassar, S. (2005). The relationship between consumer innovativeness, personal characteristics, and online banking adoption, *International Journal of Banking Marketing*, Vol. 23 No. 2, pp. 176-199.

- Lao, Kefu. (2014). Research on mechanism of consumer innovativeness influencing green consumption behavior. *Nankai Business Review International*, Vol. 5, No. 2, pp. 211-224.
- Luo, C. (2010). Influencing factors analysis of consumers' willingness to pay for safe food, *China Rural Survey*, No. 6, pp. 22-34.
- Magistris, T.D. and Gracia, A. (2008). The decision to buy organic food products in Southern Italy, *British Food Journal*, Vol. 110 No. 9, pp. 929-947.
- Magnusson, M.K., Arvola, A., Hursti, U.K.K., Aberg, L. and Sjoden, P.O. (2003). Choice of organic food is related to perceived consequences for human health and to environmentally friendly behavior, *Appetite*, Vol. 40 No. 2, pp. 109-117.
- Morgan, R.M. and Hunt, S.D. (1994). The commitment-trust theory of relationship marketing, *Journal of Marketing*, Vol. 58 No. 3, pp. 20-38.
- O'Fallon, M.J., Gursoy, D. and Swanger, N. (2007). To buy or not to buy: impact of labelling on purchasing intentions of genetically modified foods, *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 26 No. 1, pp. 117-130.
- Padel, S. and Foster, C. (2005). Exploring the gap between attitudes and behavior understanding why consumers buy or do not buy organic food, *British Food Journal*, Vol. 107 No. 8, pp. 606-625.
- Joohjung, Park and Ha Sejin. (2012). Understanding pro-environmental behavior: A comparison of sustainable consumers and apathetic consumers. *International Journal of Retail and Distribution Management*, Vol 40, Iss 5, p. 388-403.
- Peattie, K. (2001). Golden goose or wild goose? The hunt for the green consumer. *Business Strategy and the Environment*, Vol. 10, No. 4, p. 187-199.
- _____, and Crane, A. (2005). Green Marketing: legend, myth farce or prophecy? *Qualitative Market Research*, Vol. 8, No. 4, p. 357-370.
- _____, and Peattie, Sue. (2008). Social Marketing: a Pathway to Consumption Reduction? *Journal of Business Research*, xx, p. 1-9.
- Peattie, Sue and Peattie, K. (2003). Ready to fly solo? Reducing Social Marketing's Dependence on Commercial Marketing Theory. *Marketing Theory*, 3(3), p. 363-385.
- Schaefer, Anne and Crane, Andrew. (2005). Addressing Sustainable Consumption. *Journal of Macromarketing*, Vol. 25, No. 1, pp. 76-92.
- Schiffman, Leon G and Leslie Lazar Kanuk. (2009). *Consumer Behavior* Prentice Hall, Inc.
- Vermeir, I. and Verbeke, W. (2006). Sustainable food consumption: exploring the consumer 'attitude-behavioural intention' gap, *Journal of Agricultural and Environmental Ethics*, Vol. 19 No. 2, pp. 169-194.
- Wu, I.L. and Chen, J.L. (2005). An extension of trust and TAM model with TPB in the initial adoption of on-line tax: an empirical study, *International Journal of Human-Computer Studies*, Vol. 62 No. 6, pp. 784-808.
- Zakowska-Biemans, S. (2011). Polish consumer food choices and beliefs about organic food, *British Food Journal*, Vol. 113 No. 1, pp. 122-137.

<http://www.hks.harvard.edu>.

The strategy of the banking industry in Indonesia: following institutional theory or resource-based view?

Amin Wibowo¹, Rebi Fara Handika²

¹Department of Management, Faculty of Economics and Business
Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, INDONESIA 55281.

Corresponding author e-mail: aminwibowo@ugm.ac.id

²Department Management, Faculty of Economics, Andalas University,
Kampus Limau Manis, Padang, INDONESIA 25163.

e-mail: rfhandika@gmail.com

Abstract

This study addresses the ongoing debate about the tension faced by firms –either using different strategy or similar strategy compared to other firms to achieve good performance. Using the institutional theory and a resource-based view as the framework, this study answers the question and proves which strategy really affects the performance of the firms. Using data from the Indonesian banking industry, the results of the analysis show that being different enhances the firm's performance (ROA).

Keywords: *Institutional Theory, Resource-based View, Isomorphism, Strategy, Firm Performance, Banking Industry, Indonesia.*

Abstrak

Studi ini membahas perdebatan yang terus dialami oleh perusahaan – apakah perusahaan lebih baik menggunakan strategi yang berbeda atau strategi serupa dibandingkan dengan perusahaan lain untuk mencapai kinerja yang baik. Dengan menggunakan teori institusional dan pandangan berbasis sumberdaya sebagai kerangka kerja, penelitian ini menjawab pertanyaan dan membuktikan strategi mana yang benar-benar mempengaruhi kinerja perusahaan. Dengan menggunakan data dari industri perbankan Indonesia, hasil analisis menunjukkan bahwa menggunakan strategi yang berbeda meningkatkan kinerja perusahaan (ROA).

Kata Kunci: *Teori Institusional, Resource-based View, Isomorfisma, Strategi, Kinerja Perusahaan, Industri Perbankan, Indonesia.*

JEL: G20, G21, L10, L19

[DOI: 10.20885/jsb.vol21.iss2.art3](https://doi.org/10.20885/jsb.vol21.iss2.art3)

Introduction

In strategic management literature, there is an ongoing debate about how firms can survive and achieve good performance. The debate focuses on the question of whether the firms should be different, or be the same as the other firms in the industry. Similarities or differences in the firms can be manifested by many attributes, such as strategy elements, product attributes, competitive capabilities, or intangible assets (Gamble, et al., 2015), but following Deephouse (1999), this study sees their strategic attributes as the subject of the research. A company's strategy spells out why the company matters in the market place by defining its approach to creating superior value, and for customers, and represents a managerial commitment to pursuing an array of choices about how to compete (Thompson, et al., 2016). The strategy of a firm, among many conceptual definitions, reflects the position of the firm vis a vis the competition in the market (Mintzberg, 1987). On one side there is a basic argument stating that firms gain competitive advantage by having different strategies (Porter, 1991; Barney, 1991). On the other hand, being similar in their strategies can help the firms to obtain legitimacy and increased performance (DiMaggio and Powell, 1983; Deephouse, 1996).

From the perspective of the institutional theory (DiMaggio and Powell, 1983), the firm should be the same as the others, or at least resemble the industry trends in order to achieve superior performance. A firm's propensity to imitate another firm in its industry environment called as isomorphism. The institutional theory's perspective also states that strategic activities are defined as social and normative things. The motivation to do this action comes from the tendency of the actors in companies to gain legitimacy from constituents/stakeholders. Thus, by equating with the strategic choice, as deemed by the constituents, this will help the organization to achieve the average or even above average performance in the industry. Specifically Deephouse (1996) called the resemblance of strategies as strategic isomorphism, a term that can be interpreted as the extent to which an organization's strategy resembles the conventional or normal strategy in an industry.

By contrast, strategy scholars have argued that a firm with a distinct position achieves better performance (Carpenter, 2000; Porter, 1991) and the perspective of the Resource Based View (RBV) argues that a firm's performance is determined by the resources it owns (Barney, 1991). The resources of a firm are more important than the existing structure of the industry in achieving a competitive advantage (Barney, 1991). The RBV focuses on the concept of the difficult-to-imitate attributes of the firm as the sources of superior performance and competitive advantage (Barney, 1986; Hamel and Prahalad, 1996). In this view, valuable organizational resources can enhance organizational capabilities and eventually lead to higher performance. So, by owning unique and rare resources the firm will achieve a competitive advantage and have a distinct position relative to its counterparts, which ultimately enhances the performance of the firm. The ability of the firm to perform better, as compared to its competitors, is also made possible by having a unique organizational structure, proven systems and processes that align well with the resources it owns (Collis & Montgomery, 2005).

This paper addresses the tension between two perspectives, namely institutional theory (DiMaggio and Powell, 1983) and resource-based view (Barney, 1991), by examining it in the context of the strategy of the firm. In addition, this study examines which strategy actually does enhance the performance of the firm, especially its financial performance. For several reasons this research was conducted in the banking industry of Indonesia. Firstly, the banking industry is a highly regulated industry where all activities in the industry are supervised and regulated by the government and its agencies, such as the central bank. The Indonesian banking industry is supervised and regulated by government agencies such as the Bank of Indonesia (BI) as the central bank and the Financial Services Authority (Otoritas Jasa Keuangan- OJK). The unique characteristics of the industry often makes the firms face the dilemma of being similar with each other to be legitimized by their constituents and achieve good performance or of being different to achieve a competitive advantage with a distinct position and improve the firm's performance. Secondly, taking into account that most banks consider the selection of assets and liabilities is a fundamental strategic decision (Santomero, 1984), it is therefore an appropriate context to see how the mechanism for similarity and differences in strategy affect performance. Thirdly, while there were studies relating to the bank industry in Indonesia, such as Mulyaningsih and Daly (2011), Setiawati and Naim (2001), and Hidayat et al., (2012), to name the few, none of them investigated the perspective of institutional theory and resource-based view. Lastly, this kind of study has been empirically tested in several previous studies in western countries (Deephouse, 1999; Garcia and Sabate, 2010), but evidence from developing countries, such as Indonesia, where the banking industry is remarkably competitive (as there are large numbers of banks), is rarely investigated.

Literature Review

Institutional Theory

Introduced by DiMaggio and Powell (1983), this theory states that an organization will tend to resemble other organizations in its environment to gain legitimacy. The institutions are created by the man to organize and form the interaction of political, social and economic transactions, they are

structure that provide stability in life by considering rules, norms, cultural benefits, roles and resources (Scott, 2001; Shi et. al., 2008). Once the rules, norms, cultural benefits, roles and resources internalized, that is encoded into actors through a socialization process, institutions transform to a pattern of attitudes and behaviors, which will shape actors' (or organizations') future attitudes and behaviors and provide stability and meaning to social life.

From this view, institutional theory is quite different from the rational economic perspective, which emphasizes individual self-interest, conscious decision making, and economic optimization, rather it suggests firm to being similar to other firms. Motivation for this action came from the tendency of actors to gain legitimacy from constituents.

Formulating a strategy is about thinking of the future of the business organization, which involves forward thinking and planning. As such, the uncertainty is inherently unavoidable, making the strategic thinking aspects of the job of top managers complex and difficult. To lessen the nature of their job, mimicking other managers' strategies is a possible solution, especially when the strategies proven successful. This propensity is called as isomorphism. The successful strategy then becomes an "industry recipe" (Spender, 1989), resembling what the institutional theory called governance structure, institutional logic, and an institutional template. From this perspective, the strategic activity is defined as a social and normative thing as more and more organizations mimic the recipes.

Resource Based View (RBV)

Proposed by Barney (1991), the RBV argues that the competitive advantage of an organization is determined by the key resources owned by the organization. The RBV takes an "inside out" view or a firm-specific perspective on why organizations succeed or fail in the market place (Dicksen, 1996). The RBV focuses on the concept of difficult-to-imitate attributes of the firms as sources of superior performance and competitive advantage (Barney, 1991; Hamel and Prahalad, 1996). Having different strategies means less competition from rivals, as the driver of that strategy is not similar. For instance, a company pursuing a low-cost strategy will seriously look at the costs for its input factors, emphasizing access for those factors is an important consideration, while its competitors who are pursuing different strategies tends to focus on the product attributes that help their firm to position its products objectively to obtain their proper value. Another example was company pursuing differentiation strategy as a way to compete – this company was looking the value driver such as product features and performance, technology and innovation, R&D, customer service, to position that the company's product was unique from the point of view of customers.

Thus, having similar strategies pushes firms to compete intensively with each other to access the driver of the strategies (e.g. input factor), which limits their performance, and increases the failure rate. Being different (Porter, 1980) reduces competition and increases performance.

To be different, or to be the same?

The perspective of strategic similarity

This perspective is derived from the resource dependence and institutional theories. Its view is that a firm should be same as others to achieve superior performance. Meyer and Rowan (1977) explain that a formal organization is known as a coordinated system with controlled activities that emerge when work is embedded in complex networks of technical relationships and boundary-spanning exchanges. However, in modern societies formal organizational structures emerge in highly institutionalized contexts (Wah et al., 2004). As such the existence of the positions, policies, programs and procedures of modern organizations are enforced by public opinion, by the view of important constituents, by knowledge legitimated through the educational system, by social prestige, by the laws and by the definitions of negligence and prudence used by the courts (Meyer & Rowan, 1997). Such elements of formal structure are manifestations of powerful institutional rules which function as highly rationalized myths that are binding on particular organizations (Wah et al., 2004).

Deephouse (1999) stated that a firm's strategy is legitimated normatively, socio-politically, or regulatively if it is endorsed by members of the organizational field. A range of normal strategies are institutionalized and legitimated by the organizational field through a repeated isomorphic process (Scott, 1995).

The strategy selection is inherently uncertain because it requires commitment to a certain method, and under such conditions mimetic behavior is possible (Cyert and March, 1963; Ghemawat, 1991; DiMaggio and Powell, 1983). So, the firm will prefer to select and imitate a successful strategy to achieve success (Haveman, 1993). The successful strategy is called an industry recipe (Spender, 1989). A firm which selects strategies outside of the "industry recipes" will face some risk and legitimacy challenges. Legitimacy challenges decrease the firm ability to gain resources from potential exchange partners in the organizational field, like customers, suppliers, and regulators (DiMaggio and Powell, 1983). Further, a legitimate firm will acquire higher quality resources at more favorable terms than a firm whose legitimacy is challenged, dissimilar firms who faced legitimacy challenges hinder resource acquisition and reduce performance (Deephouse, 1999).

Heugens and Lander (2009) explained there are several arguments that could explain the effect of isomorphic conformity to the performance of the firm. First, isomorphic organizations are more likely to attract higher quality resources than deviant counterparts. Resource providers prefer socially acceptable organizations that do not threaten their reputation for good judgment, have strategies the providers recognize as rational and are less likely to fail because of unanticipated risks (Baum & Oliver, 1991; Deephouse, 1999). Second, newly institutionalized templates for organizing may simply represent a better way of doing business than extant alternatives. Early adopters often pioneer templates because they improve efficiency and secure quality (Westphal *et al.*, 1997). Later adopters increasingly stand to gain symbolic benefits as a template itself becomes institutionalized, but this by no means implies that late conformers stop benefiting substantively (Kennedy & Fiss, 2008). Third, isomorphic strategies do allow for competitive differentiation. Organizational field members are usually indifferent to certain amounts of differentiation, allowing firms a range of acceptability (Deephouse, 1999) around the ordained template. Meaningful differentiation may result from different implementation patterns, as when organizations customize a template to enhance its contribution to quality and efficiency (Westphal *et al.*, 1997; Zbaracki, 1998).

Various empirical studies have supported the proposition that strategic conformity leads to higher performance because of increased legitimacy. By conforming, the firm less deviate to others, and thus the coefficient is negative between strategic deviation and performance. For example, a negative relationship between strategic deviation and performance was confirmed by Chen and Hambrick (1995); Miller and Chen (1995); Deephouse (1999); and Garcia and Sabate (2010). Deephouse's (1996) study of commercial banks in United States, investigated whether strategic deviation lead to performance, and found such relationship was supported by the data. In similar vein, Wah *et al.*, (2004) using sample commercial banks competing in Malaysia also found such negative relationship exist between strategic deviation and performance. In both studies, the strategic deviation was measured using standard deviation of asset strategy as recommended by Finkelstein and Hambrick (1990), and performance variable operationalized using Return on Assets. To further provide evidence, this study also utilized other performance measure, namely Net Operating Profit Margin, based on the reason that this variable was representing organization efficiency and effectiveness.

The negative relationship between strategic deviation and endorsements has also been reported by Deephouse (1996).

Hypothesis 1 (Conformity): Strategic deviation negatively relates to a firm's performance.

The perspective of strategic differentiation

This perspective views that the intensity of the competition among firms is directly related to the resources distribution and availability, so having a distinct position and different strategy will benefit

a firm because of the reduced competition for those resources. It is generated from well-known theories about strategic management like the competitive advantage theory (Porter, 1991) and the RBV (Barney, 1991). The RBV takes the approach that the resources of a company are more important than the existing structure of the industry to achieving competitive advantage (Barney, 1991). The RBV takes an inside out view or firm-specific perspective on why organizations succeed or fail in the market place (Dickson, 1996; Madhani, 2009). The RBV focuses on the concept of the difficult-to-imitate attributes of the firm as sources of superior performance and competitive advantage (Barney, 1986; Hamel and Prahalad, 1996; Madhani, 2009).

From this view, the availability of resources in the market is limited. With limited resources, the competition will be intensified. Higher levels of rivalry usually lead to lower performance, because organizations must expend resources to compete more intensely. The increase in costs to acquire the needed resources will lead to a rational differentiation to reduce competition for similar resources, to the extent of their realized strategic position (Baum and Mezias, 1992). The conformity of strategies to other firms means the firm has many similar competitors that limit the firm's performance and increases the possibility of failure (Baum and Singh, 1994; Hannan *et al.*, 1990; Henderson, 1981).

Differentiation will reduce competition and enhance performance, so the firm must take a distinct position relative to its rivals. Imitation almost ensures a lack of competitive advantage and hence mediocre performance (Porter, 1991). The basis for the distinct position of a successful firm is that the firm has resources which are valuable, rare, inimitable, and non-substitutable (Barney, 1991). Resources that are valuable, rare, inimitable and non-substitutable make it possible for businesses to develop and maintain competitive advantage, to utilize these resources and competitive advantage for superior performance (Collis and Montgomery, 1995; Barney, 1991; Grant, 1991; Wernerfelt, 1984).

The relationship amongst strategic differentiation, competition, and performance has been demonstrated in various empirical researches. Research of Gimeno and Woo (1996) in airline industries in United States found that similarity in strategies was related to higher competition and ultimately decreased the revenue per passenger mile. Research by Banker *et al.* (2014) using non-financial firms and non-utility firms in United States also showed that differentiation is a source of sustainable performance. By differentiating, the firm more deviate to others, and thus the coefficient is positive between strategic deviation and performance.

Hypothesis 2 (Differentiation): Strategic deviation positively relates to a firm's performance.

Research Methodology

Sampling and Data Collection

Source of data was from 36 listed banks in the Indonesian banking industry. The information were collected from the information published in the annual report of each bank and the Indonesian banking directory released by the Bank of Indonesia. The purposive sampling method was utilized with the main criteria was the availability of the variables employed by this research. Since the latest available data for the research was year 2015, therefore this research used this data for analysis.

The Measurement

The selection of the measures for a firm's performance (the dependent variable) and strategic deviation (the independent variable) were based on the empirical study by Deephouse (1999).

Dependent variable

The performance measures for the firm were the common measures of a bank's performance, such as the Return on Assets (ROA) and Net Operating Profit Margin (NOPM) (Deephouse, 1999; Garcia and Sabate, 2010); the ROA is the standard return on total assets and NOPM is the ratio of the net income to the total assets. The utilization of ROA as a proxy of performance was based on the rea-

son that this variable was representing the performance of the bank regardless the capital structure of the bank. If the ROE instead of ROA was utilized, the capital structure decision will be influencing the performance of the bank, in which this research was not focusing on it. NOPM was considered as performance variable based on reason that this variable was representing organization efficiency and effectiveness.

Independent variable

To measure strategic deviation, the approach of Deephouse (1999; 1996) and Finkelstein and Hambrick (1990) was followed. Those authors claimed that specific strategy of the bank was represented by individual strategic variable. In this case, under regulated environment of banking sector, every bank has to make strategic decision to compete against each other, and autonomy to make decision regarding the variable was partly constrained by the regulation from regulator (e.g., interest rate from Bank of Indonesia). The measure of strategic deviation was based on the specific strategies used in the allocation of the banks' resources. In similar vein, Wahetal., (2004) utilized the same variables. It is measured through several strategic variables: 1) Cash. 2) Deposit in the central bank's reserve. 3) Securities. 4) Corporate loans. 5) Business loans. 6) Consumer loans. 7) Fixed assets. 8) Other assets.

These variables represent the asset categories reported in the balance statements and annual reports of Indonesian banks. Each asset strategy is measured as the proportion of a given asset type to the total assets. Each asset strategy was compared to the industry mean of the sample of bank for that strategy and calculated and expressed as a standard deviation. The measure of global strategic deviation was created by summing the absolute values of the standard deviations for all the asset strategies.

The following equation illustrates the calculation of the strategic deviation:

$$SDi = \left(\sum ABS \left[\frac{P_{ai} - M(P_a)}{SD(P_a)} \right] \right)$$

SDi = Strategic deviation for firm i

P_{ai} = Proportion of the assets in strategy a for firm i

$M(P_a)$ = Mean of assets strategy a for all firms in the sample

$SD(P_a)$ = Standard deviation of assets strategy a for all firms in the sample

Data Analysis Techniques

The SPSS computer software was used for the statistical analysis in this study. The data were analyzed using a simple regression method. The models shown below were used in the regression analysis to examine the relationship between the dependent variable and the independent variable:

$$\text{Model 1 : } ROAi = \alpha + \beta.SDi + \varepsilon$$

$$\text{Model 2 : } NOPMi = \alpha + \beta.SDi + \varepsilon$$

Where;

ROAi : Return On Assets for Bank-i

NOPMi : Net Operating Profit Margin for Bank-i

SDi : Strategic deviation for Bank-i

Model 1 was used to test the relationship between strategic deviation and the ROA as a performance indicator. Model 2 was used to test the relationship between strategic deviation and the NOPM as a performance indicator. If the result of the regression is negative and significant, it can be interpreted that strategic deviation enhances performance of the firm, meaning being similar to other firm, increase the performance (Deephouse, 1999). Thus supporting institutional theory. In contrary, if the regression coefficient is positive and significant, it can be interpreted that firms tend

to pursue differentiation strategy, meaning being different to other firm, increase the performance, and thus following resource-based view (Deepphouse, 1999)

The statistical assumptions like normality and heteroscedasticity needed to be examined in order to achieve a best, linier and unbiased estimator. The fitness of each model was examined and the sign of each variable coefficient in each model was examined and tested statistically.

Research Results

A simple regression method was used to test the hypotheses. The classical assumption of the data was first tested. From the analysis, the data passed the statistical assumption test for the regression model. Table 1 presents the means, standard deviations, and correlations of the variables.

The correlation between the dependent variable – Strategic deviation and ROA was significant, while the correlation between Strategic deviation and NOPM was not significant.

Table 1. Descriptive Statistics and Correlations

	Mean	S.D.	Strategic deviation	ROA	NOPM
<i>Strategic deviation</i>	-5.623222	2.36796	1		
ROA	0.015136	0.01520	0.308*	1	
NOPM	0.009061	0.00985	0.150	0.871**	1

*. Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

Discussion & Conclusions

The objective of this study is examine whether the firms should be different, or be the same as the other firms in the industry to increase performance. Similarities or differences in the firms can be manifested by many attributes, such as strategy elements, product attributes, competitive capabilities, or intangible assets (Gamble, et al., 2015). To symbolize variable representing similarities or differences, this study employed strategic deviation. Based on the statistical analysis (Table 2), the study concluded that the coefficient of strategic deviation was positive and significant ($p < 0.05$). Thus supporting hypothesis 2 over hypothesis 1, suggesting that differentiation was more profitable than conformity. However, if the performance variable was measured by Net Operating Profit Margin (NOPM) the coefficient of regression was not significant.

From ROA perspective, this result indicated that the more a firm's strategies differed to the industry's tendencies, the better the firm's performance (ROA) was. These results did not support the previous research conducted by Deepphouse (1999), Wah, et al., (2004), Chen and Hambrick (1995), Miller and Chen (1995) and Garcia and Sabate (2009) which confirmed the existence of a negative relationship between strategic deviation and a firm's performance. Research conducted by Heugens and Lander (2009) also found that conformity to institutional norms simultaneously enhanced a firm's performance.

Table 2. Regression Results

Independent Variable	Firm Performance	
	ROA	NOPM
<i>Strategic Isomorphism</i>	0.002*	0.001
F	3.569*	0.780*
R ²	0.095	0.022

*significant at 10% ($p < 0.10$)

Strategic differentiation is proved to enhance the performance of a firm, rather than conformity. The more the strategy of a firm differs to the industry trend, the better the performance of that firm is, compared to its deviant counterparts. This provides support for the statements of Barney (1991) and Porter (1980) who said that being different increase the possibility of winning competition and thus increasing performance, rather than mimicking other's firms strategy. So, if the question "To be different, or to be the same?" was asked in the context of the strategy employed in the banking industry of Indonesia, the answer is "Be different". Because if the firms try to be distinct from each other, they will be perceived of having something unique that offer something that other firms unable to provide, and thus satisfy the customers, and ultimately increase their performance.

The implications of our research are as follows, our evidence suggests that to achieve better performance, the firms who are in regulated industries such as the banking industry, especially in Indonesia, should choose to adopt the differentiation approach, compared to the trends in their industry. Conversely, if a firm made a strategic choice that was similar to the industry trends, this would potentially reduce the ability of the firm to offer products or services that uniquely attract the customer, and as a result reduced the performance of the firm.

There were some limitations in this empirical study that present opportunities for future research. First, the sample was limited to the local banking industry in Indonesia, our choice to focus on one industry limited the generalize ability of our conclusions. We therefore think it would be especially interesting to extend the analysis to other industries, especially to be studied in non-highly regulated industry. Second, the theory tested only one type of organization characteristics namely strategy. However, other organization characteristics maybe important, such as technology, organization structure, etc. Evidenced by low scored of R Square (0.095), incorporating these other characteristics, the results may provide a more general theory. Finally, the sample size was relatively small. However the total sample was appropriate for research of this nature (single industry and very regulated).

To conclude, this paper accommodated the question of whether a firm should be different from, or the same as, its competitors. It began by developing two competing perspectives, the institutional and resource dependence theories, and contributed the idea that legitimacy activates the flow of resources that energizes a firm. Competitive advantage and the RBV contributed the idea that firm differentiation, caused by owning unique resources, will reduce the competition and enhance the firm's performance. The discussion section suggested that it is better for the firm to be different to the others, or not to resemble the current industry trends to achieve good performance.

References

- Banker, R.D., Mashruwala, R., & Tripathy, A. (2014). Does a differentiation strategy lead to more sustainable financial performance than a cost leadership strategy? *Management Decision*, 52, 872-896.
- Barney, J.B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17, 99-120.
- Barney, J.B. (1986). Strategic factor markets: Expectation, luck and business strategy. *Management Science*, 32 (10), 1231-1242.
- Baum, J. A. C. & J. V. Singh (1994). Organizational niche overlap and the dynamics of organizational mortality. *American Journal of Sociology*, 100, 346-380.
- Baum, J. A. C. & S. J. Mezias (1992). Localized competition and organizational failure in the Manhattan hotel industry, 1898-1990. *Administrative Science Quarterly*, 37, 580-604.
- Baum, J. A. C., & Oliver, C. (1991). Institutional linkages and organizational mortality. *Administrative Science Quarterly*, 36, 187-218.

- Carpenter M. A. (2000). The price of change: The role of CEOs compensation in strategic variation and deviation from industry strategic norms. *Journal of Management*, 26, 1179-1198.
- Chen, M. & D. C. Hambrick (1995). Speed, stealth, and selective attack: How small firms differ from large firms in competitive behavior. *Academy of Management Journal*, 38, 453-482.
- Collis, D.J., & Montgomery, C.A. (1995). Competing on resources: Strategy in the 1990s. *Harvard Business Review*, July-August, 118-128.
- Collis, D.J., & Montgomery, C.A. (2005). *Corporate Strategy: A Resource-Based Approach*: Irwin/McGrawHill.
- Cyert, R. A. & J. G. March (1963). *A Behavioral Theory of the Firm*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Deephouse, D. L. (1996). Does isomorphism legitimate? *Academy of Management Journal*, 39, 1024-1039.
- Deephouse, D. L. (1999). To be different, or to be the same? It's a question (and theory) of strategic balance. *Strategic Management Journal*, 20, 147-166.
- Dicksen, P.R. (1996). The static and dynamic mechanics of competitive theory. *Journal of Marketing*, 60, 102-106.
- DiMaggio, P. J., & W. W. Powell (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48, 147-160.
- Finkelstein, S., & D. C. Hambrick (1990). Top management team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. *Administrative Science Quarterly*, 35, 484-503.
- Gamble, J.E., Peteraf, M.A., & Thompson, Jr., A. (2015). *Essentials of Strategic Management: The Quest of Competitive Advantage*, McGraw Hill, New York.
- Garcia, J.B.D., & Sabate, J.M.D.L.F (2010). How do CEOs' emotions matter? Impact of CEOs' affective traits on strategic and performance conformity in the Spanish banking industry. *Strategic Management Journal*, 31. 562-574.
- Ghemawat, P. (1991). *Commitment*. New York: Free Press.
- Gimeno, J., C. Y. Woo (1996). Hypercompetition in a multimarket environment: The role of strategic similarity and multimarket contact in competitive de-escalation. *Organization Science*, 7, 322-341.
- Grant, R.M. (1991). The resource-based theory of competitive advantage: Implication for strategy formulation. *California Management Review*, 114-135.
- Hannan, M. T., J. Ranger-Moore & J. Banaszak-Holl (1990). Competition and the evolution of organizational size distributions. In J. V. Singh (ed.), *Organizational Evolution* (pp. 246-268), Newbury Park, CA: Sage.
- Haveman, H. A. (1993). Follow the leader: Mimetic isomorphism and entry into new markets. *Administrative Science Quarterly*, 38, 593-627.
- Henderson, B. D. (1981). *The Concept of Strategy*. Boston, MA: Boston Consulting Group.
- Heugens, P.P.M.A.R., & Lander, M.W. (2009). Structure! Agency! (And Other Quarrels): A Meta-analysis of institutional theories of organization. *Academy of Management Journal*, 52 (1), 61-85.

- Hidayat, W.Y., Kakinaka, M., Miyamoto, H. (2012). Bank Risk and Non-interest Income Activities in the Indonesian Banking Industry. *Journal of Asian Economics*, 23 (4), 335-343.
- Kennedy, M. T., & Fiss, P. C. (2008). In press. Institutionalization, framing, and diffusion: The logic of TQM adoption and implementation decisions among U.S. hospitals. *Academy of Management Journal*.
- Madhani, P.M. (2009). Resource-based view of competitive advantage: An Overview. *The ICAI University Press*, 3-22.
- Meyer, J. W. & Rowan, B. (1977). Institutional organizations: Formal structures as myth and ceremony. *American Journal of Sociology*, 83, 340-363.
- Miller, D., & M. Chen (1995). Nonconformity in competitive repertoires. In D. Moore (ed.), *Academy of Management Best Papers Proceedings*, 256–260.
- Mintzberg, H. (1987). The Strategy Concept: The 5 Ps for strategy. *California Management Review*, 30, 11-24.
- Mulyaningsih, T., & Daly, A. (2011). Competitive Conditions in Banking Industry: An Empirical Analysis of the Consolidation, Competition and Concentration in the Banking Industry between 2001 and 2009. *Bulletin of Economics and Banking*, 4 (02).
- Porter, M. E. (1980). *Competitive Strategy*. New York: Free Press.
- Porter, M. E. (1991). Towards a dynamic theory of strategy. *Strategic Management Journal*, Winter Special Issue 12, 95–117.
- Santomero, A. M. (1984). Modeling the banking firm: A Survey. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 16, 617-644.
- Scott, W. R. (1995). *Institutions and Organizations*. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Scott, W. R. (2001). *Institutions and Organizations*. 2nd edn, Thousand Oaks, CA: Sage.
- Setiawati, L., & Naim, A. (2001). Bank Health Evaluation by Bank Indonesia and Earning Management in Banking Industry. *Gadjah Mada International Journal of Business*, III (2).
- Shi, W., Shambare, N., & Wang, J. (XXXX). The adoption of internet banking: An institutional theory perspective. *Journal of Financial Services Marketing*, (12), 4 272–286.
- Spender, J. C. (1989). *Industry Recipes*. Oxford, UK: Basil Blackwell.
- Thompson, Jr., A. A., Peteraf, M.A., Gamble, J.E., & Strickland III, A.J. (2016). *Crafting and Executing Strategy The Quest for Competitive Advantage: Concepts and Cases*, 20th edition. Boston, MA: Irwin/McGraw-Hill.
- Wah, L. S., Ismail, M. N., & Ibrahim, A. R. (2004). Strategic balance and Performance: A study of Malaysian banks. *Asia Pasific Management Review*, 9 (3), 557-583.
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171–180.
- Westphal, J. D., Gulati, R., & Shortell, S. M. (1997). Customization or conformity? An institutional and network perspective on the content and consequences of TQM adoption. *Administrative Science Quarterly*, 42, 366–394.
- Zbaracki, M. J. (1998). The rhetoric and reality of total quality management. *Administrative Science Quarterly*, 43, 602–636.

Moderating role of firms' rank in ASEAN corporate governance scorecard on effect of foreign ownership on firm value

Dormauli Justina¹, Alex Johannes Simamora²

¹STIM Amkop Palembang, Talangratu KM 5, Palembang 30128, Indonesia

Corresponding author e-mail: justina_dee@yahoo.com

²Independent Researcher, Jalan Perumnas Gang Serayu Blok D 29B, Perum Condongsari,

Depok, Sleman, Yogyakarta 55283, Indonesia

e-mail: alexjohanessimamora@gmail.com

Abstract

This research is aimed to examine moderating role of firms' rank in ASEAN corporate governance scorecard on effect of foreign ownership on firm value in ASEAN. Research sample consists of 491 manufacture firms listed in stock market of Thailand, Singapore, Philippines, Indonesia, and Malaysia from 2012-2013. With regression analysis, this research finds that big 50 of highest ASEAN corporate governance scorecard rank moderates effect of foreign ownership on firm value in ASEAN. High ASEAN corporate governance scorecard; as improvement of rights of shareholders, equitable treatment of shareholders, role of stakeholders, disclosure and transparency, responsibilities of the board; supports foreign shareholder role in firm value increasing. Management could make firm policy about optimal foreign ownership structure as well as optimal corporate governance, so management could maximizes shareholders wealth by firm value increasing. Investors, who have interest send their investment abroad especially in ASEAN, have to see condition of corporate governance, so investors' wealth could be maximized.

Keywords: ASEAN corporate governance scorecard, foreign ownership, firm value.

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji peringkat perusahaan berdasarkan ASEAN corporate governance scorecard, sebagai variabel pemoderasi, atas pengaruh kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan di ASEAN. Sample penelitian terdiri dari 491 perusahaan manufaktur yang terdaftar di pasar modal Thailand, Singapore, Philippines, Indonesia, and Malaysia tahun 2012-2013. Dengan analisis white-regression, penelitian ini menemukan bahwa peringkat 50 tertinggi ASEAN corporate governance scorecard memoderasi pengaruh kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan. Skor tinggi ASEAN corporate governance scorecard; sebagai peningkatan hak pemegang saham, kesetaraan pemegang saham, peran pemangku kepentingan, pengungkapan dan transparansi, serta tanggung jawab dewan; meningkatkan peran pemegang saham asing dalam meningkatkan nilai perusahaan. Manajemen dapat membuat kebijakan mengenai kepemilikan asing juga corporate governance yang optimal, sehingga manajemen dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Investor yang tertarik berinvestasi di luar negeri, khususnya di ASEAN, harus memperhatikan kondisi corporate governance perusahaan, sehingga kesejahteraan investor dapat meningkat.

Kata Kunci: ASEAN corporate governance scorecard, kepemilikan asing, nilai perusahaan.

JEL: G30, G34, G38, G39

DOI: [10.20885/jsb.vol21.iss2.art4](https://doi.org/10.20885/jsb.vol21.iss2.art4)

Introduction

In terms of financial management, a firm established to increase wealth of the owner or shareholders through increasing of firm value (Kesten, 2010). When firm value is high, wealth of shareholders is high as well. If firm which its shares are traded in stock exchange, then stock price is an indicator of the firm value. Stock price is an overview of various decisions and policies that made by the management, so that firm value is result of management action (Kesten, 2010).

Agency conflict is one of the problems that hinder the value enhancement. Agency conflict exists because there is conflict of interest between shareholders and management (Chen, Lu, & Sougiannis, 2012; Gilson & Whitehead, 2008; Renders & Gaeremynck, 2012). Management that have bigger power than shareholder, will decrease firm value because management will act based on their own interests (J. Lee, Park, & Park, 2015). Management is less likely to work with consideration of shareholders wealth. In order to minimize agency conflict, shareholders have to do management monitoring, so management will less likely act based on their own interests and more likely act based on shareholders wealth and firm value increasing. Previous researches have proved that share ownership factors could decrease agency conflict by information asymmetric minimizing (Shiri, Salehi, & Radbon, 2016), financing cost minimizing (Tan & Ma, 2016), and firm value maximizing (Cheung, Stouraitis, & Tan, 2011; Wei, Xie, & Zhang, 2005).

One type of share ownerships is foreign ownership. Foreign ownership is shares owned by shareholders of firm from across country. Foreign ownership caused by shares trading in capital market by individual or institutional investor, or establishment of subsidiary by home country's firm (origin of foreign shareholders) as foreign or multinational firm in host country (country where foreign shareholders doing investment). Foreign shareholders could increase firm value (Wei *et al.*, 2005). Foreign shareholders, as individual or institutional shareholders, have specific financial and business characteristic. The specific financial and business characteristic is international diversification of earnings that could decrease the variability of cash flows and bankruptcy costs than domestic shareholders (Gurunlu & Gursoy, 2010). Foreign shareholders could establish new channel of market share and funding resources across country (Gurunlu & Gursoy, 2010). Foreign shareholders have more business information; especially information of foreign customer, condition of stock market and debt market, as well as banking loans in home country; than domestic shareholders. Foreign shareholders could make management to diversify market share by sells their product to another countries, and generates more earnings as well as decrease the variability of cash flows from sales if product sales in domestic market have high uncertainty. Foreign shareholders give more option of funding resources as well. Foreign shareholders could raise fund in low cost of capital and low risk from another investor and creditors from another countries, and prevent management to increase domestic debt (Gurunlu & Gursoy, 2010) if cost of domestic debt is high. When risk and cost of debt is high, foreign shareholders will decrease debt and tends to use retained earnings as internal funding resource and leads to decreasing of potential debt payment failure (Gurunlu & Gursoy, 2010). By decreasing of variability of cash flows and potential debt payment failure, foreign shareholders could reduce bankruptcy costs. By makes decision of new market and low risk financing policies in shareholders general meeting, foreign shareholder could increase firm value.

In case of foreign or multinational firm in host country, foreign firm owned by firm from home country could be categorized as firm owned by foreign institutional shareholders (Rasiah & Malakolunthu, 2009). Foreign institutional shareholders could own domestic firm. As foreign institutional shareholders, home country's firm implements higher labor productivity, wages and export intensity than local institutional shareholders, through technological intensities, based on standard business activities in home country (Rasiah & Malakolunthu, 2009). Foreign shareholders have better monitoring of management as well, than domestic shareholders, because foreign shareholders is more independent (Ahmed & Iwasaki, 2015).

In the other hand, foreign ownership could decrease firm value. Foreign shareholders do not really attach to the firm, because they have international investment channels, so foreign shareholders have shorter term relationship to the firm than domestic shareholders (Kim, 2011). In addition, Kim (2011) stated that firm's share will be more volatiles in stock market because foreign shareholders have short term relationship to the firm. Foreign ownership leads to bigger cost of foreign capital structure (Eun & Janakiramanan, 1998). Big cost of foreign capital structure comes from additional cost of foreign ownership restriction in host country (Eun & Janakiramanan, 1998). Lam (1997) stated that if deadweight cost of foreign shareholders in home country is high, then host

country will restricts foreign ownership, so shares held by foreign shareholders have premium price compares to shares held by local shareholders. Restrictions of foreign ownership is aimed to avoid decreasing of domestic return firm because of resources transferring from host country (Yean & Das, 2015). Foreign ownership could improve information asymmetric as well, because of differences of language and geographical aspects between home country and host country.

It is important to analyze foreign ownership because the rapid globalization of financial markets in recent years has been accompanied by a growing number of firms raising capital across countries (Bell, Filatotchev, & Aguilera, 2014). In China, external opening market of import makes foreign direct investment increases (Zhang & Roelfsema, 2014), such as acquisition of assets (Lau & Bruton, 2008).

Foreign ownership is one of the most important factors that affect firm value when ownership of firm's shares owned across country. In agency theory, Jensen & Meckling (1976) suggest benefit of shareholders with large ownership have strong incentives to monitors manager, thus mitigates agency conflict, that help to maximize their firm value. In the context of increased globalization of capital markets, many countries, includes Association of South East Asian Nation (ASEAN) countries, gradually opened up their capital market to attract foreign investor. Evidences of globalization such as growing of number of firms that raises capital abroad by initial public offering (IPO) of foreign firm in United State (Bell *et al.*, 2014), and increasing of foreign direct investment in China (Zhang & Roelfsema, 2014). As a result, foreign ownership is not only contributes to the development of capital market or economic development of countries, but also become important factor in ownership structure system. Implementation of agency theory in increased globalization of capital markets perspective shows that foreign shareholders, potentially, could have large ownership; and hold the role of manager monitoring to mitigates agency conflict and maximize firm value. Recent researches have showed effect of foreign shareholders on firm value as consequences of increased of globalization across countries. Chari, Chen, & Dominguez (2012) found that foreign ownership increases firm value by increasing of profitability and stock market price. Ahmed & Iwasaki (2015) found foreign shareholders increases firm value by having better monitoring of management because foreign shareholders is more independent than domestic shareholders.

ASEAN countries have been affected by globalization as well. ASEAN countries have established ASEAN Economics Community (AEC), and it is believed that in 2015, ASEAN borders will be fully open to allow free flows of capital and labor across country's borders (Nikomborirak, 2015), including of stock market integration (G. Lee & Jeong, 2016). Less barriers of capital market between ASEAN countries will increases foreign investment and capital as well. Based on data accessed in World Bank (2016a), there is increasing of foreign direct investments in ASEAN countries from 2012 to 2013, for Indonesia 10 percent, Malaysia 27 percent, Philippines 16 percent, Singapore 16 percent, Thailand 24 percent.

Inconsistency of foreign ownership effects on firm value depends on condition of corporate governance. Corporate governance as an internal system encompasses policies, processes, and people that serve the needs of shareholders and other stakeholders by directing and controlling management activities based on good business practices, objectivity, and integrity (Man & Wong, 2013). Good corporate governance is needed because of the existence of agency conflict that caused by the separation of ownership of resources and managing those resources (Jensen & Meckling, 1976), and because of shareholders protection from expropriation by management (Madhani, 2016). As the owner, foreign shareholders could not maximize their role to increases firm competitive advantage because foreign shareholders do not directly involves in daily activities of firm, so foreign shareholders need good corporate governance implementation to have good firm competitive advantage. Good corporate governance improves role of foreign ownership. If corporate governance supports foreign ownership role, then foreign ownership will increases firm value (Viana, Sheng, & Lora, 2010). Corporate governance that could support role of shareholders such as strong external marketplace commitment and legislation, as well as strong shareholders protection,

and a healthy board culture that safeguards policies and processes (Man & Wong, 2013). Maher & Andersson (1999) stated that corporate governance tends to foster a more open and equitable distribution of information and place a stronger emphasis on the protection of shareholders rights, in particular, those of minority investors. Since foreign shareholders do not directly involves in daily activities of management; then this research will examine whether foreign shareholders protection, other stakeholders monitoring, healthy board culture, and transparency help the role of foreign ownership to performs good competitive advantage that have been brought by foreign shareholders in daily activities of management, so it can leads to firm value increasing.

The corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among different stakeholders in the system, such as the board, managers, shareholders and spells out the rules and procedures for making decisions on corporate affairs (Madhani, 2016). Further, Madhani (2016) added that corporate governance provides an ethical process as well as well-defined structure through which the objectives of the firm, the means of attaining such objectives, and systems of monitoring performance are also set. Corporate governance in stock market could be seen as corporate governance mechanism by political and legal structure, public monitoring (Forti, Tsang, & Peixoto, 2011), investor protections and public policy making (Guillen & Capron, 2016) to increases firm market value.

ASEAN Capital Market Forum (2015) introduce ASEAN corporate governance scorecard as assessment of corporate governance of all listed firms of capital markets in countries of ASEAN. It shows corporate governance practices covers area of rights of shareholders, equitable treatment of shareholders, role of stakeholders, disclosure and transparency, responsibilities of the board (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). It is important to examine corporate governance in ASEAN, because firms in ASEAN nations have operated in environment where government policies were lacking and the market structure was underdeveloped (Liu, 2016), at the same time, ASEAN will be a powerful market by representing the third largest economic cooperation following the North America Free Trade Agreement (NAFTA) and the Europe Union (EU) (G. Lee & Jeong, 2016). Objective of this research is to examine moderating role of corporate governance on effect of foreign ownership on firm value in ASEAN countries.

Literature Review

ASEAN Economics Community (AEC)

ASEAN consists of ten diverse economies, ranging from Singapore, with GDP per capita at nominal value of US\$ 55,182 (ranked 8th of 183 countries in the world in 2013) to Cambodia with GDP per capita at nominal value of US\$ 1,028 (ranked 156th) (Nikomborirak, 2015). ASEAN has come a long way in reducing barriers to trade in goods among member countries since the creation of the ASEAN Free Trade Area Agreement, signed in 1993 (Nikomborirak, 2015), and have been made blueprint of ASEAN Economics Community (AEC) in 2007 with goal level about 90.5 percent in 2015 (Yean & Das, 2015). The Blueprint consists of four key pillars: (1) a single market and production base; (2) a highly competitive economic region; (4) a region of equitable economic development; and (5) a region fully integrated into the global economy (Nikomborirak, 2015). AEC could produce gains similar to those resulting from the single European market and the benefits could be doubled if the regional integration also leads to new free trade agreements with key external partners (G. Lee & Jeong, 2016). Advantage of AEC is less barriers that could make less cost to make businesses within countries in ASEAN. In contrary, disadvantage of AEC is resources transferring from host country will make domestic business decreases.

AEC have effect on stock market as well. Capital market in ASEAN countries have been integrated and driven by country-level economic situations (G. Lee & Jeong, 2016). It leads to growing of foreign investment flows into ASEAN. Foreign investors, especially in develop countries, will send significant portion of their investment to emerging market, such as Southeast Asia (Niblock,

Heng, & Sloan, 2014). It leads to more foreign ownership in a country, either from other ASEAN countries or from outside ASEAN countries.

ASEAN Corporate Governance Scorecard

In 2009, the ASEAN Finance Ministers endorsed the ASEAN Capital Market Forum (ACMF) implementation plan to promote the development of an integrated capital market (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). This initiative is undertaken in parallel with the efforts to achieve convergence in ASEAN countries by 2015 as an economic community. Broadly, the ACMF implementation plan seeks to achieve the objectives of the ASEAN Economic Community aspirations through the following areas, which are creating an enabling environment for regional integration, creating the market infrastructure and regionally focused products and intermediaries, strengthening the implementation process, enhancing the visibility, integrity and branding of ASEAN as an asset class (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015).

The ASEAN corporate governance initiative comprising the ASEAN Corporate Governance Scorecard and the ranking of corporate governance of ASEAN public-listed firms among several regional initiatives under the ACMF (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015), started in early 2011 and is supported by the Asian Development Bank (2016a). The objectives of the Scorecard and the ranking exercise are to raise corporate governance standards and practices of ASEAN public-listed firms, showcase and enhance the visibility as well as investability of well-governed ASEAN public-listed firms internationally, complement the other ACMF initiatives and promote ASEAN as an asset class (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). The ASEAN Scorecard was developed based on national benchmarks such as the Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) Principles of Corporate Governance, International Corporate Governance Network Principles, as well as best practices from the ASEAN and the world (Asian Development Bank, 2016). The Scorecard covers the following five areas of the OECD principles, which are rights of shareholders, equitable treatment of shareholders, role of stakeholders, disclosure and transparency, and responsibilities of the board (Asian-Development-Bank, 2016a). Assessment of each country is done by the Indonesian Institute for Corporate Directorship for Indonesia; the Minority Shareholder Watchdog Group for Malaysia; the Institute of Corporate Directors for Philippines; the Singapore Institute of Directors and Centre for Governance, Institutions and Organizations; as well as National University of Singapore Business School for Singapore; and the Thai Institute of Directors for Thailand (Asian-Development-Bank, 2016b).

The OECD Principles of Corporate Governance (OECD Principles) were used as the main benchmark for developing the Scorecard, given its global acceptance by policymakers, investors and other stakeholders (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). Consequently, many of the items in the Scorecard may be best practices which go beyond the requirements of national legislation (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). The experts drew references from the existing body of work and ranking initiatives in the region as well; including those by institutes of directors, shareholder associations and universities, to guide the initial inclusion of items in the Scorecard as well (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015).

The Scorecard covers the following five areas of the OECD Principles and two additional areas. Five areas of the OECD Principles carry a different weight based on the relative importance of the area. In 2012; area of "rights of shareholders" have 26 items of questions with 10 percent weighted of all five areas, area of "equitable treatment of shareholders" have 17 items of questions with 15 percent weighted of all five areas, area of "role of stakeholders" have 21 items of questions with 10 percent weighted of all five areas, area of "disclosures and transparency" have 42 items of questions with 25 percent weighted of all five areas, area of "responsibilities of the board" have 79 items of questions with 40 percent weighted of all five areas (Asian-Development-Bank, 2016b). In 2013; area of "rights of shareholders" have 25 items of questions with 10 percent weighted of all five areas, area of "equitable treatment of shareholders" have 17 items of questions with 15 percent

weighted of all five areas, area of "role of stakeholders" have 21 items of questions with 10 percent weighted of all five areas, area of "disclosures and transparency" have 40 items of questions with 25 percent weighted of all five areas, area of "responsibilities of the board" have 76 items of questions with 40 percent weighted of all five areas (Asian-Development-Bank, 2016b). Each item carries one point. Some items may also provide for a "Not Applicable" option (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). Where a practice is mandated by laws, regulations or listing rules in a country, the firm is assumed to have adopted the practice unless there is evidence to the contrary (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). In order to be awarded points, the disclosure by the firm must be sufficiently clear and complete. Overall score in each part is then computed by adding all the points in that part, adjusting for items which are not applicable to the firm (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). The total score for a firm is then computed by weighting the scores for each part by the relative importance and totaling the weighted scores.

Items in area "right of shareholders" consist of basic of shareholders right; right to participate in decisions concerning fundamental corporate changes; right to participate effectively in and vote in general shareholder meetings and should be informed of the rules, including voting procedures that govern general shareholder meetings; markets for corporate control should be allowed to function in an efficient and transparent manner; the exercise of ownership rights by all shareholders, including institutional investors, should be facilitated (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). Items in area "equitable treatment of shareholders" consist of shares and voting rights; notice of annual general meeting; insider trading and abusive self-dealing should be prohibited; related party transactions by directors and key executives; protecting minority shareholders from abusive actions (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). Items in area "role of stakeholders" consist of the rights of stakeholders that are established by law or through mutual agreements are to be respected; where stakeholder interests are protected by law, stakeholders should have the opportunity to obtain effective redress for violation of their rights; Performance-enhancing mechanisms for employee participation should be permitted to develop; stakeholders including individual employee and their representative bodies, should be able to freely communicate their concerns about illegal or unethical practices to the board and their rights should not be compromised for doing this (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). Items in area "disclosure and transparency" consist of transparent ownership structure; quality of annual report; disclosure of related party transactions; directors and commissioners dealings in shares of the firm; external auditor and auditor report; medium of communications; timely filing/release of annual/financial reports; firm website; investors relation (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). Items in area "responsibilities of the boards" consist of clearly defined board responsibilities and corporate governance policy; code of ethics or conduct; corporate vision/mission; board structure and composition; skills and competencies; board chairman; board meetings and attendance; orientation programs for new directors; director training; access to information; nominating committee; board appointments and re-election; CEO/executive management appointments and performance; board appraisal; director appraisal; committee appraisal; remuneration committee/compensation committee; remuneration matters; audit committee; internal audit; risk oversight.

Two additional areas are bonuses and penalties; contains 34 bonus and penalty items collectively, each with a different number of points (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). The bonus and penalty items are designed to enhance the robustness of the Scorecard in assessing the extent to which firms apply the spirit of good corporate governance (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). The bonus items are to recognize firms which go beyond items in five areas of OECD principles by adopting other emerging good practices (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). The penalty items are designed to downgrade firms with poor governance practices which are not reflected in their scores for five areas of OECD principles, such as being sanctioned by regulators for breaches of listing rules (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). The total bonus and penalty points are added to or subtracted from the total score in total scores for five areas of OECD principles to give the final

score for the firm (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). In 2012, there are 11 items of bonus with 23 maximum additional points and 23 items of penalty with 90 maximum subtraction points (Asian-Development-Bank, 2016b). In 2013, there are 9 items of bonus with 42 maximum additional points and 21 items of penalty with 53 maximum subtraction points (Asian-Development-Bank, 2016b).

The Scorecard was reviewed on an item-by-item basis against the OECD Principles, other international corporate governance principles and practices recommended by bodies such as the World Bank, International Corporate Governance Network (ICGN), Asian Corporate Governance Association (ACGA) and selected codes of corporate governance (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). The Scorecard was put through a validation process by applying it to a sample of firms in each country to ensure that the wording of the items in the Scorecard is widely comprehensible and universally applicable to the extent possible (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). The validation process also sought to identify the sources of information for the Scorecard items and any laws, regulations and listing rules applicable to each item for each country (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). The scorecard was also put through a peer-review exercise to ensure that there will be no discrepancies in the standard of assessment applied by each of the experts (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015).

Important note that have to be seen by user of ASEAN corporate governance scorecard is accessibility of information in implementation of ASEAN corporate governance scorecard (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). The assessment of listed firms by way of the Scorecard relies primarily on information contained in annual reports and firm websites (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). Other sources of information include firm announcements, circulars, articles of association, minutes of shareholders' meetings, corporate governance policies, codes of conduct, and sustainability reports (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). Only information which is publicly available and which is easily accessible and understood used in the assessment. To be given points in the Scorecard, disclosure must be unambiguous and sufficiently complete. To be assessed and ranked, most of this information should be in English (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015).

The Scorecard and methodology will be reviewed periodically, and if necessary, changes will be made to reflect new developments in corporate governance (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). As with any corporate governance assessment based on publicly available information, there are inherent limitations in the Scorecard and ranking of listed firms. First, as the methodology relies on public information, only corporate governance policies and practices which are publicly disclosed are captured in the assessment (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). Second, firms which disclose certain corporate governance practices may not be applying those practices or may only be applying them in form rather than in substance (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). Third, although there are items dealing with the conduct of directors, management and employees of firms; the Scorecard is not specifically designed to assess the ethical behavior of those responsible for the stewardship of the firms (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). Fourth, although good corporate governance should improve the long-term value of firms, no assertion is made about links between the corporate governance scores and the ranking of the firms with its financial performance (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015).

Corporate Governance, Foreign Ownership and Firm Value

In terms of agency theory, management (agent) have a contract with owner (principal) which is delegating of authority from owner to management to manage firm based on owner interests. Interest of owner is wealth of themselves. In stock market context, shareholders wealth is the purpose of agency relationship as well as indicator of firm value. Firm value could be increased if shareholders have better support and management monitoring. Type of ownership is important to determine if management is working follow shareholders interest.

Foreign shareholder is one type of ownership. Foreign shareholder is shareholder of firm of across country. Foreign shareholders could rise by share traded in capital market by individual or

institutional investor. Foreign shareholders could rise by establishment of subsidiary by home country's firm as foreign or multinational firm in host country as well. Foreign shareholders were risen by share traded in capital market by individual investor is foreign individual shareholders. In case of foreign or multinational firm in host country, foreign firm owned by firm from home country could be categorized as firm owned by foreign institutional shareholders (Rasiah & Malakolunthu, 2009). Foreign institutional shareholders could be as foreign institutional investor that owns domestic firm.

Foreign shareholder is one type of shareholders that have effect on firm value. There are arguments said that foreign ownership have positive effect with firm value, while others predict negative effect; each theory have conditions under which its arguments held (S. Lee, Kim, & Davidson-III, 2015). Firm with foreign ownership have competitive advantages. Internalization theory said that foreign institutional shareholders enhances firm value by developing new markets for its assets from abroad (Gande, Schenzler, & Senbet, 2009); such as superior research and development of marketing production capabilities and consumer goodwill (S. Lee *et al.*, 2015), higher labor productivity, wages, export, technological intensities (Rasiah & Malakolunthu, 2009; Wei *et al.*, 2005) and international manager talents (Wei *et al.*, 2005) that have been brought from home country. Those components are unique competitive advantages that could not easily enhanced by domestic firm owned by domestic shareholders. By implementing business standard of foreign institutional shareholders in home country and selection of international manager talents, foreign firm could enjoy those competitive advantages. Superior research and development of marketing production capabilities and consumer goodwill will increases revenues as well as earnings. Higher labor productivity, wages, export, technological intensities and international manager talents will improve firm performance as well as earnings. Higher earnings will leads to higher dividend and/or stock price as indicator of higher shareholders wealth and firm value. Previous research found that consumer goodwill (Fang, Palmatier, & Steenkamp, 2008) and technological investment (Mithas & Rust, 2016) could increases firm value through improvement of firm performance.

Either as individual or institution, foreign ownership have more financial and business advantages as well; such as open accesses of international capital market and hard currency (Wei *et al.*, 2005), international diversification of earnings and decreasing of the variability of cash flows and bankruptcy costs (Gurunlu & Gursoy, 2010); than domestic shareholders. Foreign shareholders could establish new channel of market share and funding resources across country (Gurunlu & Gursoy, 2010); since foreign shareholders have more business information in home country than domestic shareholders. Foreign shareholders could make management to diversify market share, and generates more earnings as well as decrease the variability of cash flows. Foreign shareholders could raise fund in low cost of capital and low risk from another investor and creditors from other countries if cost of domestic capital is high, and could reduce bankruptcy costs. By decision making of new market and low risk financing policies in shareholders general meeting, foreign shareholder could increases revenues, as well as earnings, with low cost of capital and leads to firm value increasing. Foreign shareholders have better monitoring of management as well, than domestic shareholders. Foreign shareholders is more independent than domestic shareholders (Ahmed & Iwasaki, 2015), in terms of differences nationality between domestic management and foreign shareholders. Better monitoring of management makes management have good performance and leads to firm value increasing (Ahmed & Iwasaki, 2015).

In the other hand, foreign ownership could reduce firm value as well. In international level, imperfections of global market support this argument, because it is difficult to optimally diversify their businesses internationally due to such barriers as institutional restrictions on overseas capital flows and information asymmetries (S. Lee *et al.*, 2015). It leads to bigger cost of foreign capital structure (Eun & Janakiramanan, 1998), and will decrease profitability. In addition, there is lack of compatible of development of competitive advantages brought from home country, such as technological investment. Mithas & Rust (2016) stated that new technological investment have risks such as firms may not be able to realize complex interrelationships among information technology

systems, get locked into poor and incompatible systems and may suffer from information overload, leading to reduced learning. It will be able to get benefits of international diversification if global market is sufficiently integrated.

In firm level, manager factor could be a reason why foreign ownership reduces firm value. Foreign manager could improve information asymmetric as well, because of differences of language and geographical aspect between home country and host country. In multinational firm context, it is hard for foreign shareholders to monitor managerial decision making because of complexity of corporate structure with many foreign subsidiaries across country (S. Lee *et al.*, 2015). Not only foreign manager have adaptation difficulty in domestic environment, but domestic manager as well have adaptation difficulty in firm where foreign shareholders have brought foreign atmosphere in some business activities. Goyer & Jung (2011) found that social capital domestic CEO could reduce foreign ownership.

This research will analyze two of contrast arguments about effect of foreign ownership and firm value with consideration of country level, especially in ASEAN. It is important because ASEAN Economic Community have been established and will affect barriers between countries as restrictions effect of foreign shareholder to increase firm value.

Inconsistency of foreign ownership effects on firm value depends on corporate governance. Corporate governance is the key of monitoring mechanism to create value of firm. Man & Wong (2013) stated that one of monitoring mechanisms is shareholders structure, includes foreign shareholders, while the other is shareholders protection. It shows that role of shareholders will have no effect on firm value if their rights do not supported by condition of good governance by firm. One of measurement of corporate governance, especially in ASEAN countries, is ASEAN corporate governance scorecard. ASEAN corporate governance scorecard shows corporate governance practices in areas of rights of shareholders, equitable treatment of shareholders, role of stakeholders, disclosure and transparency, and responsibilities of the board (Asian-Development-Bank, 2016a).

Area of rights of shareholders and area of equitable treatment of shareholders ensures clear voting right, decision making process, approve of board selection, voting class of shares, and conflict of interests (Asian-Development-Bank, 2016a). Both areas of rights of shareholders and equitable treatment of shareholders make sure that foreign ownership could uses their rights to contribute in decision-making of competitive advantages increasing (eg. Fang *et al.*, 2008; Gande *et al.*, 2009; Gurunlu and Gursoy, 2010; Lee, Kim, *et al.*, 2015; Mithas and Rust, 2016; Rasiah and Malakolunthu, 2009; Wei *et al.*, 2005), monitoring of management (Ahmed & Iwasaki, 2015), as well as picture of reducing entrenchment effect of majority shareholders (Zerni, Kallunki, & Nilsson, 2010) if foreign shareholders act as minority shareholders. Another evaluation such as whether there is any disclosure in English language (Asian-Development-Bank, 2016a), so foreign shareholders have low information asymmetric. Shareholders protection is the key of good corporate governance to improve role of shareholders (Maher & Andersson, 1999; Man & Wong, 2013).

Area of role of stakeholders ensures activities related to customer welfare; communities; creditors' rights; environmental sustainability; and employee safety, health, and welfare (Asian-Development-Bank, 2016a). Corporate governance area of role of stakeholders makes sure role of foreign shareholders to improves decision-making process related to consumer goodwill (S. Lee *et al.*, 2015), higher labor productivity and wages (Rasiah & Malakolunthu, 2009; Wei *et al.*, 2005). This corporate governance area will support foreign shareholders decision making of foreign manager hiring, related to employee safety, health, and welfare.

Area of disclosure and transparency related to annual report; ensures disclosure of board activities, risk management, financial performance, auditing activities, whistle blowing policy, related party transaction, language availability and firms' website (Asian-Development-Bank, 2016a). Corporate governance area of disclosure and transparency will improves role of foreign shareholders by reducing information asymmetric (Madhani, 2016) because differences of domestic language and

environment (Asian-Development-Bank, 2016a; S. Lee *et al.*, 2015) as well as insider trading (Kho, Stulz, & Warnock, 2009).

Area of responsibilities of the board ensures board and its committee activities to implement good corporate governance (Asian-Development-Bank, 2016a). Corporate governance area of responsibilities of the board improves foreign ownership in management monitoring. As proxy of shareholders in management daily activities, board have important role to make sure management acts in line with shareholders interests (Man & Wong, 2013), including foreign shareholders interest.

Ha: Foreign ownership increases firm value, if firms' corporate governance scorecard is high.

Methods

Sources of Data

This research will examine moderating role of firms' corporate governance based on ASEAN corporate governance scorecard on effect of foreign ownership on firm value in five countries of ASEAN, which are Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, and Thailand. These five countries have better access of data for this research than other countries of ASEAN. Data will be got from financial statement and ASEAN capital market forum website. Financial statement will be accessed from website of stock market of five countries.

Research Sample

Research sample is manufacture firms listed from 2012-2013 in stock market of five countries of ASEAN. Based on data available in World Bank (2016b), value added of manufacture industry (contributions of manufactures industry to economics) of Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thailand, have been decrease from 2011-2013. Therefore, it is important to examine manufacture firms value related to foreign ownership as an effect of establishment of integrated stock market in ASEAN.

Firm with negative book value of equity will be excluded. Negative book value of equity indicates insufficiency of shareholder financing on firm activities, while this research will examines shareholders role on firm business activities. Insufficiency of shareholder financing means that there is lack of shareholders' role on firm business activities; because financing is dominated by creditors and indicates that role of creditors dominates on firm business activities. Negative book value of equity will make bias on Tobin's q measurement as well. The higher Tobin's Q indicates higher firm value. Negative book value of equity will leads to high Tobin's Q; not because of high market value of equity but because of high domination of debt in firm financing. In order to avoid bias on lack of shareholders' role on firm business activities and Tobin's q measurement, this research excludes firm with negative book value of equity. Based on table 1, there are 491 firms as research sample and 982 observations.

Table 1. Research Sample

Firms in each country			Total
Indonesia	Manufacture firms listed 2012-2013	93	80
	Incomplete data	(10)	
	Negative Book Value of Equity	(3)	
Malaysia	Manufacture firms listed 2012-2013	211	208
	Negative Book Value of Equity	(3)	
Philippine	Manufacture firms listed 2012-2013	20	20
Singapore	Manufacture firms listed 2012-2013	120	117
	Negative Book Value of Equity	(3)	
Thailand	Manufacture firms listed 2012-2013	71	66
	Data in local language	(5)	
Number of Firms			491
Number of Observations			982

Variables

Dependent variable is firm value. Firm value could be seen by market share price as shareholders' wealth. Firm value is measured by Tobin's Q (Ahmed & Iwasaki, 2015; Cremers & Ferrel, 2014; Wei *et al.*, 2005). Consideration of using Tobin's Q follows a substantial literature on the association between firm value and various corporate arrangements, which extensively uses Tobin's Q as a measure of firm value (Cremers & Ferrel, 2014). Tobin's Q is calculated by the sum of book value of liabilities and market value of equity divided by book value of assets (Ahmed & Iwasaki, 2015; Cremers & Ferrel, 2014; Wei *et al.*, 2005):

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Book value of liabilities} + \text{Market value of equity}}{\text{Book value of assets}}$$

Independent variable is foreign ownership. Foreign ownership is measured by the number of shares held by foreign shareholders divided by the number of outstanding shares (Ahmed & Iwasaki, 2015; Eun & Janakiraman, 1998; Wei *et al.*, 2005):

$$\text{Foreign ownership} = \frac{\text{Number of firm shares held by foreign investor}}{\text{Number of outstanding firm shares}}$$

Moderating variable is corporate governance level. It is a dummy variable. Corporate governance is measured by the rank of score of ASEAN corporate governance scorecard of all listed firms in five capital markets of Thailand, Singapore, Philippines, Malaysia and Indonesia accessed in ASEAN corporate governance scorecard assessment report by Asian Development Bank (2016a, 2016b). It shows the rank of average corporate governance score that covers the area of rights of shareholders, equitable treatment of shareholders, role of stakeholders, disclosure and transparency, responsibilities of the board (ASEAN-Capital-Market-Forum, 2015). If a firm is included in the top 50 of the highest ASEAN corporate governance scorecard in its country, then it shows a firm with the highest level of good corporate governance based on ASEAN evaluation standards. Score 1 if a firm is included in the top 50 of ASEAN corporate governance scorecard, 0 otherwise.

Control variables of firm level are managerial ownership, institutional ownership, leverage, firm size, and profitability. Managerial and institutional ownership are other ownership, besides foreign ownership, that have a monitoring role in reducing agency conflict and increasing firm value. Managerial ownership will be measured by the proportion of shares owned by management, which is the number of shares held by management divided by the number of outstanding shares. Institutional ownership will be measured by the proportion of shares owned by institutions, which is the number of shares held by institutions divided by the number of outstanding shares.

Consideration of leverage, size and profitability as control variables is a triangle relationship of capital structure, firm size and performance determine firm value (Muzir, 2011). Leverage is the use of debt in capital structure. Debt is a capital source that increases the risk associated with future earnings, while firms with big size have big assets as resources to increase performance (Muzir, 2011). Leverage has a negative effect on firm value. Firm size has a positive effect on firm value. Leverage is measured by the debt to equity ratio (total debt divided by total equity). Firm size is measured by the value of the logarithm of total assets. Profitability is a firm's ability to generate profit by its assets. Profitability has a positive effect on firm value. Profitability is measured with return on assets (net income after tax divided by total assets).

Control variable of stock exchange level of country is the score of ASEAN Corporate Governance Scorecard. It will control the top 50 of firms' rank of ASEAN Corporate Governance Scorecard that have the possibility of different score ranges within 50 firms in each country. Even open market and integration have been established between countries in ASEAN, there are still unilateral liberalization initiatives in individual countries (Yean & Das, 2015). Each stock exchange of a country has optimal standards of corporate governance. It will be measured by the average country score of ASEAN Corporate Governance Scorecard (Asian-Development-Bank, 2016a, 2016b).

Analysis Model

This research will run regression analysis as hypothesis test. In order to ensure the feasibility of regression model, this research will run classical assumption tests as preliminary test. Classical assumption tests are normality, heteroskedasticity, autocorrelation, and multicollinearity tests. Regression model is as followed:

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{FOR}_{ijt} + \beta_2 \text{BIG50CG}_{ijt} + \beta_3 \text{FOR}_{ijt} _ \text{BIG50CG}_{ijt} \\ & + \beta_4 \text{INST}_{ijt} + \beta_5 \text{MAN}_{ijt} + \beta_6 \text{ROA}_{ijt} + \beta_7 \text{SIZE}_{ijt} \\ & + \beta_8 \text{DER}_{ijt} + \beta_9 \text{ASEANCG}_{jt} \end{aligned}$$

where:

Tobin's Q_{it}	=	Value of firm i country j period t
FOR_{ijt}	=	Foreign Ownership firm i country j period t
BIG50CG_{ijt}	=	Big 50 rank of ASEAN Corporate Governance Scorecard firm i country j period t
INST_{ijt}	=	Institutional Ownership firm i country j period t
MAN_{ijt}	=	Managerial Ownership firm i country j period t
ROA_{ijt}	=	Return on Assets firm i country j period t
SIZE_{ijt}	=	Size of firm i country j period t
DER_{ijt}	=	Debt to Equity Ratio firm i country j period t
ASEANCG_{jt}	=	ASEAN Corporate Governance Scorecard country j period t
	=	Constant
1- 9	=	Coefficient

Results and Discussion

Descriptive Statistics

Table 2. Descriptive Statistics

Country		Q	KPA	BIG50	INST	MAN	SIZE	ROA	DER	CG
Thailand	Mean	1.4426	0.1163	0.1288	0.3494	0.1832	9.8345	0.0347	1.0391	71.5250
	N	132	132	132	132	132	132	132	132	132
	% of Total N	13.4	13.4	13.4	13.4	13.4	13.4	13.4	13.4	13.4
Singapore	Mean	0.8073	0.1243	0.0128	0.3427	0.1661	8.1559	0.2192	0.8180	63.6750
	N	234	234	234	234	234	234	234	234	234
	% of Total N	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8%	23.8%	23.8%
Philippine	Mean	2.3968	0.2251	0.2000	0.6088	0.0470	9.8080	0.0263	0.8929	53.4450
	N	40	40	40	40	40	40	40	40	40
	% of Total N	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1%	4.1%	4.1%
Malaysia	Mean	1.2324	0.1112	0.0288	0.4436	0.1368	8.4451	0.0279	0.7603	66.9900
	N	416	416	416	416	416	416	416	416	416
	% of Total N	42.4	42.4	42.4	42.4	42.4	42.4	42.4	42.4	42.4
Indonesia	Mean	1.8333	0.3510	0.0750	0.7164	0.0212	12.4692	0.1221	1.3584	48.9200
	N	160	160	160	160	160	160	160	160	160
	% of Total N	16.3	16.3	16.3	16.3	16.3	16.3	16.3	16.3	16.3
Total	Mean	1.3047	0.1587	0.0530	0.4581	0.1276	9.2741	0.0897	0.9144	63.3137
	N	982	982	982	982	982	982	982	982	982
	% of Total N	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Based on table 2, mean of manufacture firm value in five countries of ASEAN is 1.3047. The highest mean of firm value is in Philippine with 2.3968, while the lowest in Singapore which is 0.8073. Mean value of foreign manufacture firm ownership in five countries of ASEAN is 0.1587. Indonesia have the highest mean value of foreign ownership with 0.3510, while Malaysia have the lowest mean value of foreign ownership with 0.1102. On average, corporate governance scorecard in five countries of ASEAN is 1.3923. Indonesia have the lowest corporate governance scorecard with mean value 48.9200, while Thailand have the highest corporate governance scorecard with mean value 71.5250.

Table 3. Firms in Big 50 ASEAN Corporate Governance Scorecard

	Observation	Percentage (%)
Includes in Big 50 ASEAN Corporate Governance Scorecard	52	5.3
Does not includes in Big 50 ASEAN Corporate Governance Scorecard	930	94.7
Total	982	100

Based on table 3, number of sample which includes in rank of big 50 of ASEAN corporate governance scorecard from 2012-2013 are 52, or 5.3 percent of all 982 sample. Number of sample which does not include in rank of big 50 of ASEAN corporate governance scorecard from 2012-2013 are 930, or 94.7 percent of all 982 sample.

Preliminary Test

Objective of preliminary test to make sure that regression model is feasible. Result of preliminary test is in table 4.

Table 4. Preliminary Tests

	Test	Result	Notes
Normality	Jarque-Bera:		
	- Before Transformation and Winsorized	Sig. = 0.000	Not distributed normally
	- After Transformation	Sig. = 0.000	Not distributed normally
	- After Winsorized	Sig. = 0.344	Distributed normally
Heteroskedasticity	Glejser	Sig. = 0.000	There is heteroskedasticity problem
Autocorrelation	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test	Sig. = 0.835	Free of autocorrelation problem
Multicollinearity	VIF	VIF < 10	Free of multicollinearity problem

Based on table 4, significance value of normality test is 0.000 (significant in 1 percent), which is residual of this research is not distributed normally. This research run data transformation method as a treatment of this problem, which is variable Tobin's Q transformed in to logarithm natural. After data transformation, significance value of normality test is still 0.000 (significant in 1 percent), which is residual of this research is not distributed normally. Next treatment of this problem is winsorizing. After winsorizing, significance value of normality test is 0.344 (above significant level), means residual of this research is distributed normally. Autocorrelation test have significance value 0.835 (above significant level), which is free of autocorrelation problem. Multicollinearity test have VIF below 10, which is free of multicollinearity problem. Heteroskedasticity test have significance value 0.000 (significant in 1 percent), means this research have heteroskedasticity problem. Because of heteroskedasticity problem, this research will use white-regression test with heteroskedasticity condition.

Hypothesis Test

Table 5. White Regression Test

Variable	Coefficient	t-Statistic	Significance
FOR	-0.091659	-0.865533	0.3870
FOR_BIG50CG	1.113405	1.997209**	0.0461
BIG50CG	0.467365	3.019263***	0.0026
INST	0.387568	3.126123***	0.0018
MAN	0.545399	2.902404***	0.0038
ROA	0.013849	4.537698***	0.0000
SIZE	0.095067	4.585956***	0.0000
DER	-0.015400	-1.450293	0.1473
ASEANCG	0.003181	1.114106	0.2655
Constant	-1.380852	-4.343253***	0.0000
Dependent Variable	Ln Q		
F-Statistics	21.40422***		
Adjusted R Squared	0.157678		

*** significant in 1 percent
** significant in 5 percent

Based on table 5, foreign ownership have coefficient value -0.091659. Significance value of foreign ownership is 0.3870 (above significant level). Foreign ownership have no effect on firm value. Interaction between foreign ownership and firm rank of big 50 ASEAN corporate governance scorecard have coefficient value 1.113405 and significant value 0.0461 (significant in 5 percent). It indicates that foreign ownership increases firm value, if corporate governance scorecard of firm is high. Research hypothesis is accepted.

Firm rank of big 50 ASEAN corporate governance scorecard have coefficient value 0.467365 and significant value 0.0026 (significant in 1 percent). Firm rank of big 50 ASEAN corporate governance scorecard have positive effect on firm value. Institutional ownership have coefficient value 0.387568 and significant value 0.0018 (significant in 1 percent). Institutional ownership have positive effect on firm value. Managerial ownership have coefficient value 0.545399 and significant value 0.0038 (significant in 1 percent). Managerial ownership have positive effect on firm value.

Return on assets have coefficient value 0.013849 and significant value 0.0000 (significant in 1 percent). Return on assets have positive effect on firm value. Size have coefficient value 0.095067 and significant value 0.0000 (significant in 1 percent). Firm size have positive effect on firm value. Debt to equity ratio have coefficient value -0.015400 and significant value 0.1473 (above significant level). Debt to equity ratio have no effect on firm value. ASEAN corporate governance scorecard have coefficient value 0.003181 and significant value 0.2655 (above significant level). ASEAN corporate governance scorecard in stock exchange of country level have no effect on firm value. Adjusted R squared is 0.157678, it means that all independent variables in this research could explain firm value 15.7678 percent, while 84.2322 percent explanation of firm value comes from other variables that does not include in this research.

Alternative Tests

Table 6. Alternative Tests

Variable	Coefficient				Notes
	With All Control Variables	Controlled by Corporate Governance	Controlled by Corporate Governance and Firm Factors	Controlled by Corporate Governance and Ownership Factors	
FOR	-0.091659	0.127282	-0.010390	-0.022010	Consistent Result
FOR_BIG50CG	1.113405**	0.990555*	1.100030**	1.041028*	
BIG50CG	0.467365***	0.674987***	0.470242***	0.630594***	
INST	0.387568***			0.498673***	
MAN	0.545399***			0.527606***	
ROA	0.013849***		0.009468***		
SIZE	0.095067***		0.103168***		
DER	-0.015400		-0.018197		
ASEANCG	0.003181	-0.005911**	0.003056	-0.004327*	
Constant	-1.380852***	0.266308	-1.210919***	-0.104219*	
F-Statistics	21.40422***	30.18183***	24.36823***	25.05859***	
Adjusted R Squared	0.157678	0.106335	0.142915	0.128272	
Sig. of Jarque-Bera		0.260	0.205	0.933	Fulfill normality assumption
Sig. of Glejser		0.000***	0.000***	0.000***	Not fulfill heteroskedasticity assumption
Sig. of Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test		0.160	0.915	0.436	Fulfill autocorrelation assumption
VIF		< 10	< 10	< 10	Fulfill multicollinearity assumption

*** significant in 1 percent
 ** significant in 5 percent
 * significant in 10 percent
 · use white regression test

In order to ensure consistencies of hypothesis test result, this research will make other scenarios if hypothesis test is run as other alternative tests. This research will run three alternative tests. First alternative is regression model with corporate governance as control variable. Second alternative is regression model with corporate governance and firm factors as control variables. Third alternative is regression model with corporate governance and ownership as control variables. Results of alternative tests are in table 6.

Based on table 6, variable of interaction between foreign ownership and firm rank of big 50 ASEAN corporate governance scorecard have coefficient value 0.990555 (significant in 10 percent) for regression model with corporate governance as control variable. Variable of interaction between foreign ownership and firm rank of big 50 ASEAN corporate governance scorecard have coefficient value 1.100030 (significant in 5 percent) for regression model with corporate governance and firm factors as control variables. Variable of interaction between foreign ownership and firm rank of big 50 ASEAN corporate governance scorecard have coefficient value 1.041028 (significant in 10 percent) for regression model with corporate governance and ownership as control variables. It shows that results of alternative tests are consistent with hypothesis test.

Discussion

Foreign shareholders have no effect on firm value. It indicates that foreign shareholders do not always increase firm value. This research is not in line with previous research that stated foreign shareholders could bring competitive advantage to the firm (eg. Gande *et al.*, 2009; Gurunlu & Gursoy, 2010; S. Lee *et al.*, 2015; Rasiah & Malakolunthu, 2009; Wei *et al.*, 2005) and increases firm value. Internalization theory said that foreign institutional shareholders enhance firm value by developing new markets for its assets from abroad (Gande *et al.*, 2009); such as superior research and development of marketing production capabilities and consumer goodwill (S. Lee *et al.*, 2015), higher labor productivity, wages, export, technological intensities (Rasiah & Malakolunthu, 2009; Wei *et al.*, 2005) and international manager talents (Wei *et al.*, 2005) that have been brought from home country. By implementing the business standard of foreign institutional shareholders in home country and selection of international manager talents, firm owned by foreign shareholders could enjoy those competitive advantages. Wei *et al.* (2005) and Gurunlu & Gursoy (2010) stated that foreign ownership has financial and business advantages as well; such as open accesses of international capital market and hard currency, international diversification of earnings and decreasing of the variability of cash flows and bankruptcy costs; than domestic shareholders.

In the other hand, imperfections of global market argues that it is difficult to optimally diversify their businesses internationally due to such barriers as institutional restrictions on overseas capital flows and information asymmetries (S. Lee *et al.*, 2015). It leads to bigger cost of foreign capital structure (Eun & Janakiraman, 1998). There is lack of compatible development of competitive advantages brought from home country as well, such as technological investment. Mithas & Rust (2016) stated that new technological investment has risks such as firms may not be able to realize complex interrelationships among information technology systems, get locked into poor and incompatible systems and may suffer from information overload, leading to reduced learning. It will be able to get benefits of international diversification if global market is sufficiently integrated. Foreign manager could improve information asymmetric as well, because of differences of language and geographical aspect between home country and host country. In multinational firm context, it is hard for foreign shareholders to monitor managerial decision because of complexity of corporate structure with many foreign subsidiaries across country (S. Lee *et al.*, 2015). Not only foreign manager have adaptation difficulty in domestic environment, but domestic manager as well have adaptation difficulty in firm where foreign shareholders have brought foreign atmosphere in some business activities, for example, research by Goyer & Jung (2011) found that social capital domestic CEO could reduce foreign ownership because of foreign atmosphere in some business activities. Those

problems prevent foreign shareholders to implements competitive advantages that have been brought.

Variable interaction between big 50 rank of ASEAN corporate governance scorecard and foreign ownership have positive effect on firm value. It shows that foreign ownership have positive effect on firm value if rank of ASEAN corporate governance is high. Corporate governance could be solution for problems that prevent foreign shareholders to implements competitive advantages and leads to firm value increasing. It could be seen by the result that shows big 50 rank of ASEAN corporate governance scorecard have positive effect on firm value. Corporate governance is the key of monitoring mechanism to create value of firm (Man & Wong, 2013). This result is in line with previous research that stated corporate governance mechanism could strengthens role of shareholders to monitors management, by ensures rights of shareholders (Man & Wong, 2013), ensures equitable treatment of shareholders (Madhani, 2016; Man & Wong, 2013; Zerni *et al.*, 2010), ensures activities related to customer welfare; communities; creditors' rights; environmental sustainability; and employee safety, health, and welfare (Asian-Development-Bank, 2016a) to increases management performance (Man & Wong, 2013), ensures disclosure and transparency (Man & Wong, 2013) as well as responsibilities of the board (Man & Wong, 2013).

Rights of shareholders and equitable treatment of shareholders ensures clear voting right, decision making process, approve of board selection, voting class of shares, and conflict of interests (Asian-Development-Bank, 2016a). Both areas of rights of shareholders and equitable treatment of shareholders makes sure that foreign ownership could uses their rights to contributes in decision-making of competitive advantages increasing (eg. Fang *et al.*, 2008; Gande *et al.*, 2009; Gurunlu & Gursoy, 2010; S. Lee *et al.*, 2015; Mithas & Rust, 2016; Rasiah & Malakolunthu, 2009; Wei *et al.*, 2005), monitoring of management (Ahmed & Iwasaki, 2015), as well as picture of reducing entrenchment effect of majority shareholders (Zerni *et al.*, 2010) if foreign shareholders act as minority shareholders. Another evaluation such as is there any disclosure in English language (Asian-Development-Bank, 2016a), so foreign shareholders have low information asymmetric. Shareholders protection is the key of good corporate governance to improve role of shareholders (Maher & Andersson, 1999; Man & Wong, 2013).

Role of stakeholders ensures activities related to customer welfare; communities; creditors' rights; environmental sustainability; and employee safety, health, and welfare (Asian-Development-Bank, 2016a). Corporate governance area of role of stakeholders makes sure role of foreign shareholders to improves decision-making process related to consumer goodwill (S. Lee *et al.*, 2015), higher labor productivity and wages (Rasiah & Malakolunthu, 2009; Wei *et al.*, 2005). This corporate governance area will support foreign shareholders decision making of foreign manager hiring, related to employee safety, health, and welfare.

Disclosure and transparency related to annual report; ensures disclosure of board activities, risk management, financial performance, auditing activities, whistle blowing policy, related party transaction, language availability and firms' website (Asian-Development-Bank, 2016a). Corporate governance area of disclosure and transparency will improves role of foreign shareholders by reducing information asymmetric (Madhani, 2016) because differences of domestic language and environment (Asian-Development-Bank, 2016a; S. Lee *et al.*, 2015) as well as insider trading (Kho *et al.*, 2009).

Responsibilities of the board ensures board and its committee activities to implement good corporate governance (Asian-Development-Bank, 2016a). Corporate governance area of responsibilities of the board improves foreign ownership in management monitoring. As proxy of shareholders in management daily activities, board have important role to make sure management acts in line with shareholders interests (Man & Wong, 2013), including foreign shareholders interest.

Inconsistency of foreign ownership effects on firm value depends on corporate governance. Shareholders will have no effect on firm value if their rights does not support by condition of good governance by firm. High governance scorecard; in areas of rights of shareholders, equitable treatment of shareholders, role of stakeholders, disclosure and transparency, and responsibilities of the

board; improving contribution of foreign shareholders in decision-making of competitive advantages increasing, improving monitoring of management, reducing entrenchment effect of majority shareholders, increases role of foreign ownership to improving decision-making process related to consumer goodwill and higher labor productivity and wages, reducing information asymmetric and insider trading, and have support by board roles as well.

Institutional ownership have positive effect on firm value. It indicates that institutional shareholders have better knowledge of firm business than individual shareholders, so that institutional shareholders could monitors management better than individual shareholders (Man & Wong, 2013) and leads to firm performance and value increasing. Managerial ownership have positive effect on firm value. It indicates that there is interests alignment between management and owner and reduces agency conflict (Man & Wong, 2013) and leads to firm value increasing.

Return on assets have positive effect on firm value. It indicates that profitable firm increases shareholders wealth as indicator of firm value (Muzir, 2011). Size have positive effect on firm value. It indicates that large firm have large resources to increases firm value (Muzir, 2011). Debt to equity ratio have no effect on firm value. It indicates that contrary effect happens, which are debt increasing could reduce firm value because of bigger bankruptcy cost, while certain level of debt increasing could increases firm value because of decreasing of tax expenses (Sutrisno, 2016).

ASEAN corporate governance in country's stock market level have no effect on firm value. It indicates that ASEAN corporate governance is picture of corporate governance of all listed firms in stock market, not manufacture firms only, so that ASEAN corporate governance have no effect on manufacture firms value in ASEAN.

Conclusion

Objective of this research is to examine moderating role of corporate governance on effect of foreign ownership on firm value in five ASEAN countries. Foreign ownership have no effect on firm value. It indicates that foreign shareholders do not always increase firm value, it depends on implementation of corporate governance. Corporate governance; as a function of shareholders protection, monitoring improvement, and transparency; support foreign shareholder role in firm value increasing. With good corporate governance in areas of rights of shareholders, equitable treatment of shareholders, role of stakeholders, disclosure and transparency, and responsibilities of the board; foreign ownership could maximizes increasing of competitive advantages that brought by foreign shareholders and management monitoring, and leads to better firm performance and firm value increasing.

Implications

This research have implication to management of firm, especially manufacture firm in ASEAN. Management could make firm policy about optimal foreign ownership structure as well as optimal corporate governance, so management could maximizes shareholders wealth by firm value increasing. This research have implication to stock investor as well. Investors, who have interest send their investment abroad especially in ASEAN, have to see condition of corporate governance of public-listed firms, so investors wealth could be maximized.

Limitations and Suggestions for Future Research

This research is not considers effect of each area of ASEAN corporate governance scorecard as corporate governance implementation to support foreign shareholders role on firm value increasing, because of limitation access of data. Another limitation is this research only use manufacture firms as research sample. Suggestions for future research are consider score of each area of ASEAN corporate governance scorecard and use firms in other industry to examine effect of foreign ownership on firm value.

References

- Ahmed, A. S., & Iwasaki, T. (2015). Foreign Ownership, Manager Monitoring, and Firm Value: Evidence from Japanese Firms. *Working Paper*. Texas A & M University, USA, Kansai University, Japan.
- ASEAN-Capital-Market-Forum. (2015). *ASEAN Corporate Governance Scorecard*. Malaysia: Secretariat of ASEAN Capital Market Forum.
- Asian-Development-Bank. (2016a). *ASEAN Corporate Governance Scorecard Country Reports and Assessments 2014*. Philippines: Asian Development Bank.
- Asian-Development-Bank. (2016b). *ASEAN Corporate Governance Scorecard Country Reports and Assessments 2015*. Philippines: Asian Development Bank.
- Bell, R. G., Filatotchev, I., & Aguilera, R. V. (2014). Corporate Governance and Investors' Perceptions of IPO Foreign Value: An Institutional Perspective. *Academy of Management Journal*, 57(1), 301–320.
- Chari, A., Chen, W., & Dominguez, K. M. E. (2012). Foreign Ownership and Firm Performance: Emerging Market Acquisitions in the United States. *IMF Economic Review*, 60(1), 1–42.
- Chen, C. X., Lu, H., & Sougiannis, T. (2012). The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs. *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 252–282.
- Cheung, Y., Stouraitis, A., & Tan, W. (2011). Corporate Governance, Investment, and Firm Valuation in Asian Emerging Markets. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 22(3), 246–273.
- Cremers, M., & Ferrel, A. (2014). Thirty Years of Shareholder Rights and Firm Value. *The Journal of Finance*, 69(3), 1167–1196. <https://doi.org/10.1111/jofi.12138>
- Eun, C. S., & Janakiraman, S. (1998). International Ownership Structure and the Firm Value. *Global Finance Journal*, 9(2), 149–171.
- Fang, E., Palmatier, R. W., & Steenkamp, J. E. M. (2008). Effect of Service Transition Strategies on Firm Value. *Journal of Marketing*, 72(5), 1–14.
- Forti, C. A. B., Tsang, C. Y., & Peixoto, F. M. (2011). Stock Market Development: an Analysis from a Multilevel and Multi-country Perspective. *Brazilian Administration Review*, 8(4), 351–373.
- Gande, A., Schenzler, C., & Senbet, L. W. (2009). Valuation Effects of Global Diversification. *Journal of International Business Studies*, 40(9), 1515–1532.
- Gilson, R. J., & Whitehead, C. K. (2008). Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Cost, and Complete Capital Markets. *Columbia Law Review*, 108(1), 231–264.
- Goyer, M., & Jung, D. K. (2011). Diversity of Institutional Investors and Foreign Blockholdings in France: The Evolution of an Institutionally Hybrid Economy. *Corporate Governance: An International Review*, 19(6), 562–584.
- Guillen, M. F., & Capron, L. (2016). State Capacity, Minority Shareholder Protections, and Stock Market Development. *Administrative Science Quarterly*, 61(1), 125–160.
- Gurunlu, M., & Gursoy, G. (2010). The Influence of Foreign Ownership on Capital Structure of Non-Financial Firms: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *IUP Journal of Corporate Governance*, 9(4), 21–29.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Kesten, J. (2010). Managerial Entrenchment and Shareholder Wealth Revisited: Theory and Evidence from a Recessionary Financial Market. *BYU Law Review*, 5(4), 1609–1660. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1555856>
- Kho, B. C., Stulz, R. M., & Warnock, F. E. (2009). Financial Globalization, Governance, and the Evolution of the Home Bias. *Journal of Accounting Research*, 47(2), 597–635.
- Kim, B. (2011). Do Foreign Investors Encourage Value-Enhancing Corporate Risk Taking? *Emerging Markets Finance & Trade*, 47(3), 88–110.
- Lam, S. (1997). Control Versus Firm Value: The Impact of Restrictions of Foreign Ownership. *Financial Management*, 26(1), 48–61.
- Lau, C. M., & Bruton, G. D. (2008). FDI in China: What We Know and What We Need to Study Next. *Academy of Management Perspectives*, 22(4), 30–44.
- Lee, G., & Jeong, J. (2016). An Investigation of Global and Regional Integration of ASEAN Economic Community Stock Market: Dynamic Risk Decomposition Approach. *Emerging Markets Finance & Trade*, 52(9), 2069–2086.
- Lee, J., Park, J., & Park, S. (2015). Revisiting CEO Power and Firm Value. *Applied Economics Letters*, 22(8), 597–602.
- Lee, S., Kim, M., & Davidson-III, W. N. (2015). Value Relevance of Multinationality: Evidence from Korean Firms. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 26(2), 111–149.
- Liu, Z. J. (2016). Effect of Earnings Management on Economic Value Added: A cross-country study. *South African Journal of Business Management*, 47(1), 29–36.
- Madhani, P. M. (2016). The Relationship between Ownership Types and Corporate Governance and Disclosure Practices of Firms Listed on Indian Stock Exchange. *IUP Journal of Corporate Governance*, 15(1), 7–29.
- Maher, M., & Andersson, T. (1999). Corporate Governance Effects on Firm Performance and Economic Growth. In *Tilburg University Law and Economics Conference*. Eindhoven, Netherlands: Tilburg University.
- Man, C., & Wong, B. (2013). Corporate Governance And Earnings Management: A Survey Of Literature. *The Journal of Applied Business Research*, 29(2), 391–418.
- Mithas, S., & Rust, R. T. (2016). How Information Technology Strategy and Investments Influence Firm Performance: Conjecture and Empirical Evidence. *MIS Quarterly*, 40(1), 223–245.
- Muzir, E. (2011). Triangle Relationship among Firm Size, Capital Structure Choice and Financial Performance. *Journal of Management Research*, 11(2), 87–98.
- Niblock, S. J., Heng, P., & Sloan, K. (2014). Regional Stock Markets and the Economic Development of Southeast Asia. *Asian-Pacific Economic Literature*, 28(1), 47–59.
- Nikomborirak, D. (2015). The ASEAN Economic Community (AEC): Myths and Realities. *Asian Economic Papers*, 14(2), 71–90.
- Rasiah, R., & Malakolunthu, A. (2009). Technological Intensities and Economic Performance: A Study of Foreign and Local Electronics Firms in Malaysia. *Asia Pacific Business Review*, 15(2), 181–197.

- Renders, A., & Gaeremynck, A. (2012). Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 125–143.
- Shiri, M. M., Salehi, M., & Radbon, A. (2016). A Study of Impact of Ownership Structure and Disclosure Quality on Information Asymmetry in Iran. *VIKALPA The Journal for Decision Makers*, 41(1), 51–60.
- Sutrisno. (2016). Struktur Modal: Faktor Penentu dan Pengaruhnya pada Nilai Perusahaan [Capital Structure: Determining Factors and Its Effect on Firm Value]. *Jurnal Siasat Bisnis*, 26(1), 79–89.
- Tan, W., & Ma, Z. (2016). Ownership, Internal Capital Market, and Financing Costs. *Emerging Markets Finance & Trade*, 52(2), 1259–1278.
- Viana, V., Sheng, H. H., & Lora, M. I. (2010). How to Be a Foreign Investor in Brazil? The Effect of Ownership Structure and Business Groups on Firm Value. In *Encontra da ANPAD 25-29 December*. Rio de Janeiro.
- Wei, Z., Xie, F., & Zhang, S. (2005). Ownership Structure and Firm Value in China's Privatized Firms: 1991-2001. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(1), 87–108.
- World-Bank. (2016a). *Foreign direct investment, net inflows (BoP, current US\$)*. World Bank Group. Retrieved from <http://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD> at 17th January 2017
- World-Bank. (2016b). *Manufacturing, value added (% of GDP)*. World Bank Group. Retrieved from <http://data.worldbank.org/indicator/NV.IND.MANF.ZS> at 17th January 2017
- Yean, T. S., & Das, S. B. (2015). The ASEAN Economic Community and Conflicting Domestic Interests: An Overview. *Journal of Southeast Asian Economies*, 32(2), 189–201.
- Zerni, M., Kallunki, J. P., & Nilsson, H. (2010). The Entrenchment Problem, Corporate Governance Mechanisms, and Firm Value. *Contemporary Accounting Research*, 27(4), 1169–1206.
- Zhang, Y., & Roelfsema, H. (2014). Globalization, Foreign Direct Investment, and Regional Innovation in China. *Journal of International Commerce, Economics & Policy*, 5(3), 1–26.

Nilai orientasi alami manusia dan pengetahuan organik sebagai determinan perilaku beli pangan organik

Tony Wijaya

Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Yogyakarta, Yogyakarta, Indonesia

E-mail: drtonyw12@gmail.com; tony@uny.ac.id

Abstract

This study aimed to examine the model of consumer's buying behavior towards organic food. This model presents the effects of human nature's value orientation, organic knowledge, organic food buying attitude, subjective norms, behavioral control and buying intentions toward organic food buying behavior. This research was conducted by survey method. Data collection was conducted by purposive sampling technique. Total of 516 respondents from Yogyakarta, Surabaya, and Jakarta were ready to participate in this study. A Structural equation modeling (SEM) is used to analyze the data.

The tested model in this research is fit to the empirical data. Man-nature orientation and organic knowledge significantly give positive effect for attitude toward buying organic food. Attitude toward buying organic food, subjective norm, and behavioral control significantly give positive effect for buying intention toward organic food. Behavioral control gives positive effect but not significant for buying behavior toward organic food. Buying intention toward organic food significantly gives positive effect for buying behavior toward organic food.

Keywords: *man nature orientation, organic knowledge, buying behavior, organic food*
Keywords: *man nature orientation, organic knowledge, buying behavior, organic food.*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan menguji model perilaku beli pangan organik. Model ini mempresentasikan pengaruh dari orientasi nilai alami manusia, pengetahuan organik, sikap membeli pangan organik, norma subjektif, kontrol perilaku and niat beli terhadap perilaku beli pangan organik. Penelitian ini menggunakan metode survei. Pengumpulan data dilakukan dengan teknik purposive sampling. Sejumlah 516 responden dari Yogyakarta, Surabaya dan Jakarta berpartisipasi dalam penelitian ini. Structural equation modeling (SEM) digunakan untuk analisis data.

Pengujian model sesuai dengan data empiris. Orientasi alami manusia dan pengetahuan organik berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap sikap membeli makan organik. Sikap membeli pangan organik, norma subjektif dan kontrol perilaku berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap niat beli makan organik. Kontrol perilaku memberikan kontribusi positif namun tidak signifikan terhadap perilaku beli pangan organik. Niat beli pangan organik berpengaruh positif dan signifikan terhadap perilaku beli pangan organik.

Kata kunci: orientasi alami manusia, pengetahuan organik, perilaku beli, pangan organik.

JEL: D12, D83, P46

[DOI: 10.20885/jsb.vol21.iss2.art5](https://doi.org/10.20885/jsb.vol21.iss2.art5)

Introduction

Masalah keamanan pangan (*food safety*), kandungan nutrisi (*nutritional attributes*) dan ramah lingkungan (*eco-labelling*) menjadi isu yang terus berkembang dalam industri pangan. Isu keamanan pangan telah meningkatkan kepedulian masyarakat pada lingkungan yang menuntut setiap orang untuk memiliki pola hidup sehat serta cenderung alami (Chan, 2001). Peningkatan kebutuhan kualitas di bidang pangan dan kesehatan terbentuk karena keyakinan bahwa pangan yang sehat dan alami dapat menurunkan prevalensi berbagai penyakit (Nord, 2009). Fenomena ini menimbulkan permintaan dan konsumsi produk yang terkait dengan pemeliharaan kesehatan (Syahlani, 2006; Worsley & Scott, 1999) terutama pangan organik yang bebas dari bahan-bahan kimia berbahaya.

Hasil survey penelitian YLKI (2012) menunjukkan tingkat konsumsi pangan organik di beberapa wilayah di Indonesia tergolong rendah. Alasan yang menjadi faktor konsumen tidak membeli pangan organik antarlain harga yang tinggi, masalah distribusi dan lokasi penjualan yang sulit diakses untuk mendapatkan manakan organik. Sebagian konsumen tidak mengetahui tentang pangan organik. Faktor akses dan lokasi distribusi masih menjadi persoalan utama konsumen untuk memperoleh produk pangan organik.

Beberapa studi terkait konsumen ramah lingkungan berupaya mengungkap faktor-faktor yang menjadi determinan perilaku pembelian produk pangan yang ramah lingkungan. Tinjauan hasil penelitian perilaku konsumen pangan organik mengelompokkan faktor determinan bagi perilaku pembelian pangan organik yaitu nilai konsumen (Chan, 2001; Chan & Lau, 2000; Fraj & Martinez, 2006), pengetahuan (Chan, 1999; Chan & Lau, 2000; Magistris & Gracia, 2008), sikap konsumen (Aertsens *et al.*, 2009; Gracia & Magistris, 2007; Lodorfos & Dennis, 2008; Wijaya & Suprpto, 2012a), norma subjektif (Wijaya, 2012a ;Aertsens *et al.*, 2009; Lodorfos & Dennis, 2008; Sampson, 2009), kontrol perilaku (Aertsens *et al.*, 2009; Lodorfos & Dennis, 2008; Tarkiainen & Sundqvist, 2005; Wijaya, 2012a). Variabel-variabel tersebut dikategorikan sebagai nilai, pengetahuan, sikap dan perilaku (Chan & Lau, 2000; Chan, 2001; Follows & Jobber, 2000) yang mengacu pada model dasar teori perilaku terencana.

Konsep tentang pangan memiliki muatan nilai bagi konsumen. Nilai juga dipertimbangkan untuk mengidentifikasi segmentasi konsumen khususnya pada produk-produk ramah lingkungan (Engel *et al.*, 2005; Fraj & Martinez, 2006). Nilai menjadi acuan dasar bagi konsumen dalam mengambil keputusan terkait konsumsi produk ramah lingkungan. Nilai merupakan bagian dari bagian keyakinan konsumen untuk bersikap dan berperilaku, sedangkan pengetahuan digunakan dalam melakukan evaluasi atau pertimbangan dalam pengambilan keputusan. Beberapa studi membuktikan adanya pengaruh nilai terhadap sikap konsumen hijau seperti Chan (2001) dan Chan & Lau (2000).

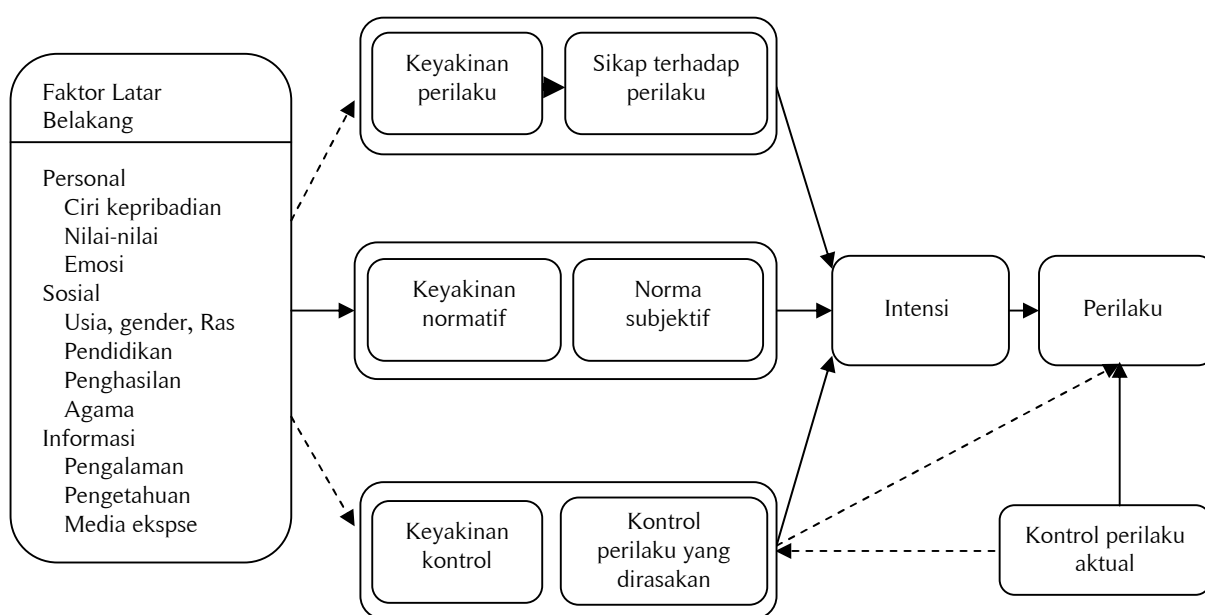
Selain aspek nilai, faktor pengetahuan konsumen juga perlu dipertimbangkan dalam penelitian perilaku konsumen karena berkaitan dengan pertimbangan pembelian. Lodorfos & Dennis (2008) menyarankan pentingnya informasi sebagai bagian dari pengambilan keputusan konsumen hijau. Sikap yang menjadi komponen dasar dalam teori perilaku terencana ditentukan oleh tingkat keyakinan individu dan dapat berubah sesuai dengan tingkat pengetahuan (Aertsens *et al.*, 2009). Aspek pengetahuan konsumen menjadi salah satu pertimbangan konsumen dalam mengevaluasi produk. Pengetahuan produk menunjukkan seberapa besar informasi produk yang telah diserap oleh konsumen (Engel *et al.*, 2005). Konsumen yang memiliki pengetahuan tentang produk akan mengabaikan harga premium dari produk ramah lingkungan yang akan dikonsumsi. Gracia & De Magistris (2007) mengungkapkan bahwa pengetahuan konsumen menjadi pertimbangan konsumen dalam membedakan atribut-atribut produk organik dengan produk konvensional lainnya, serta evaluasi konsumen pada produk organik. Beberapa penelitian mengindikasikan adanya peran parsial pengetahuan organik terhadap perilaku konsumsi produk organik (Poelman *et al.*, 2008; Schlegelmilch *et al.*, 1996; Junaedi, 2006; Gracia & Magistris, 2007; Magistris & Gracia, 2008; Amyx *et al.*, 1994; Vining & Ebreo, 1990; Chan, 1999; Yiridoe *et al.*, 2005).

Penelitian ini memperluas penelitian Sampson (2009), Lodorfos & Dennis (2008), Kalafatis *et al.*, (1999), Chiou (1998) dan Tarkiainen & Sundqvist (2005). Kalafatis *et al.*, (1999) yang menggunakan model *theory planned of behaviour* dalam memprediksi niat beli pada Belanda dan Yunani. Penelitian sebelumnya tidak melibatkan aspek nilai maupun pengetahuan konsumen secara komprehensif sebagai faktor latarbelakang dalam perluasan model *modified theory planned behaviour*. Hal yang mendasari pentingnya aspek nilai dan pengetahuan dalam perilaku pembelian didasarkan pada pendapat bahwa pengetahuan, sikap, dan nilai akan membantu dalam menciptakan kepedulian, perhatian dan perilaku konsumen yang ramah terhadap lingkungan (Umberson, 2008; Bui, 2005; Mansaray & Abijoye, 1998; Chen & Chai, 2010).

Penelitian secara khusus bertujuan menguji pengaruh simultan dan parsial dari variabel prediktor yang diteliti terhadap perilaku beli pangan organik sesuai dengan rancangan model yaitu pengaruh variabel nilai orientasi alami manusia, pengetahuan organik, sikap membeli pangan organik, norma subjektif, kontrol perilaku dan niat beli terhadap perilaku beli pangan organik.

Kajian Pustaka

Berdasarkan kerangka teori yang dibangun dari teori perilaku terencana modifikasi, model konseptual berupa kerangka umum dalam penelitian ini menggambarkan bahwa faktor latar belakang yang terdiri dari faktor personal, sosial dan informasi menentukan sikap berperilaku. Selanjutnya sikap berperilaku, norma subjektif dan kontrol perilaku beserta kontrol perilaku aktual akan mempengaruhi intensi berperilaku dan pada akhirnya akan mempengaruhi perilaku aktual. Secara grafis, model konseptual digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1. *Modified Theory Planned of Behaviour*

Faktor latar belakang merupakan faktor dasar yang menjadi anteseden bagi sikap berperilaku meliputi faktor personal, sosial dan informasi. Faktor personal merupakan karakteristik atau ciri melekat pada individu meliputi ciri kepribadian, nilai-nilai dan emosi dari individu. Ciri kepribadian merupakan satu pola ciri atau sifat yang relatif menetap dan karakter unik yang menentukan perilaku individu secara konsisten dan khas (Santrock, 2005) seperti introversi, ekstrasversi, instabilitas, dan stabilitas. Nilai memberi arah pada sikap, keyakinan dan tingkah laku seseorang, serta memberi pedoman untuk memilih tingkah laku yang diinginkan pada setiap individu. Lima kategori orientasi nilai konsumen yaitu *man-himself (human) orientation*, *man-nature orientation*, *relational orientation*, *past-time (time) orientation*, dan *activity orientation*. Orientasi nilai tersebut secara khusus berkaitan dengan perilaku konsumen (Churchill, 1979; Engel *et al*, 2005). Nilai yang berhubungan dengan perilaku ramah lingkungan adalah nilai orientasi alami manusia (*man-nature orientation*) (Chan, 2001).

Faktor sosial merupakan karakteristik yang memiliki asosiasi dengan kelompok sosial individu meliputi usia, gender, ras, pendidikan, penghasilan, dan agama. Faktor cenderung merupakan aspek demografi individu yang diakui oleh lingkungan sosial. Usia, gender, ras, pendidikan, penghasilan dan agama merupakan pengelompokkan individu yang diterima oleh lingkungan sosial. Faktor informasi merupakan aspek kognisi atau kandungan informasi yang melekat pada individu meliputi pengalaman, pengetahuan dan media ekspse. Pengalaman berkaitan dengan keterlibatan

subjek yang berkaitan dengan objek psikologis. Pengetahuan adalah semua informasi yang dimiliki konsumen mengenai berbagai macam produk, serta pengetahuan lainnya yang terkait dan informasi yang berhubungan dengan perannya sebagai konsumen. Pengetahuan konsumen terbagi dalam tiga macam yaitu pengetahuan produk, pengetahuan pembelian dan pengetahuan pemakaian. Menurut Engel *et al* (2005) pengetahuan produk adalah kumpulan berbagai macam informasi mengenai produk. Pengetahuan meliputi terminologi, kategori produk, dan atribut produk. Jenis pengetahuan produk dikategorikan sebagai pengetahuan tentang karakteristik atau atribut produk, pengetahuan tentang manfaat produk dan pengetahuan tentang kepuasan yang diberikan produk kepada konsumen.

Nilai Orientasi Alami Manusia

Pangan organik sebagai produk ramah lingkungan merupakan bagian dari sistem keyakinan individu (Dembkowski & Lloyd, 1994). Keyakinan manfaat pangan dan nutrisi merupakan bagian budaya bagi beberapa bangsa di Asia seperti Cina, Jepang, Korea dan beberapa negara lainnya (Verschuren, 2002; Westrate, 2002). Nilai dianggap penting oleh sekelompok masyarakat karena berperan mengarahkan perilaku. Dalam berperilaku individu diarahkan oleh nilai yang sesuai dengan budaya dari individu.

Konsumen produk ramah lingkungan memuat nilai-nilai yang berorientasi pada hubungan manusia dengan alam sehingga lebih mempertimbangkan dampak dari konsumsi terhadap lingkungan. Nilai konsumen secara umum dapat dibedakan dalam beberapa tipe yaitu *man-nature orientation*, *man-himself orientation*, *relational orientation*, *past-time orientation*, dan *activity orientation*. Tipe nilai menurut Kluckhohn dan Strodtbeck (1961) yang mampu memprediksi perilaku pembelian produk ramah lingkungan adalah orientasi alami manusia yang berfokus pada hubungan manusia dengan alam dan kehidupan yang harmonis dengan lingkungannya.

Penduduk Asia memandang diri mereka sebagai bagian dari alam dan hidup harmonis dengan alam atau berorientasi pada alam (de Mooij, 2004) yang disebut Chan (2001) sebagai orientasi alami manusia (*Man Nature Orientation*). Beberapa studi menunjukkan nilai konsumen memiliki pengaruh yang positif terhadap sikap konsumen pada produk organik (Dreezens *et al.*, 2005; Krystallis *et al.*, 2008; Grunert & Juhl, 1995; Durham & Andrade, 2005; Kuhar & Juvancic, 2005; Midmore *et al.*, 2005; Padel & Foster, 2005; Verhoef, 2005; Gracia & de Magistris, 2007; Stobbelaar *et al.*, 2007). Orientasi alami manusia mengarah pada hubungan manusia dengan alam sehingga konsumen berupaya mencari atau memperoleh informasi-informasi yang berkaitan dengan masalah lingkungan. Dengan demikian konsumen yang memiliki orientasi nilai alami manusia akan memiliki sikap yang mendukung konsumsi produk organik (Wijaya & Hidayat, 2011; Wijaya & Suprpto, 2012b). Studi meta-analisis menunjukkan hubungan nilai dengan sikap konsumen organik yaitu sebesar 0,324 (Chan, 2001). Hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H1: Nilai orientasi alami manusia berpengaruh positif terhadap sikap membeli pangan organik

Pengetahuan Organik

Pengetahuan adalah salah satu karakteristik yang mempengaruhi proses pengambilan keputusan. Pengetahuan merupakan faktor relevan yang mempengaruhi konsumen dalam mengumpulkan dan mengorganisasikan informasi yang diterima (Alba & Hutchinson, 1987), menggunakan informasi yang diterima untuk pembuatan keputusan dan menggunakan informasi sebagai evaluasi produk yang akan dikonsumsi (Martin & Simintras, 1995). Pengetahuan konsumen adalah semua informasi yang dimiliki konsumen mengenai berbagai macam produk, serta pengetahuan lainnya yang terkait dan informasi yang berhubungan dengan perannya sebagai konsumen (Engel *et al*, 2005).

Peattie (1998) menjelaskan secara analogi konsep *green marketing*, bahwa konsumen yang memiliki pengetahuan yang baik memiliki kecenderungan untuk melakukan pembelian produk yang ramah lingkungan. Konsumen yang memiliki kesadaran akan pentingnya dampak pembelian lebih

memilih untuk membeli pangan organik (Follows & Jobber, 2000; Vlosky *et al*, 1999; Bui, 2005; Laroche *et al*, 2001). Pengetahuan tentang pangan organik berfungsi sebagai pertimbangan konsumen untuk menentukan sikap pada pangan organik (Amyx *et al*, 1994; Chan, 1999; Yiridoe *et al*, 2005; Poelman *et al*, 2008; Schlegelmilch *et al*, 1996; Junaedi, 2007; Gracia & Magistris, 2007; Magistris & Gracia, 2008). Konsumen yang memiliki pengetahuan tentang pangan organik memiliki sikap positif dibandingkan konsumen lainnya dengan evaluasi bahwa pangan organik bermanfaat bagi konsumen.

Konsumen mengevaluasi produk berupa manfaat yang diperoleh dari pangan organik seperti kesehatan, kealamian, dan keamanan konsumsi. Pengetahuan organik mewakili kemampuan konsumen dalam mengidentifikasi produk organik atau non organik sehingga membentuk sikap positif pada produk organik (Magistris & Gracia, 2007). Studi meta-analisis menunjukkan ada hubungan pengetahuan dari konsumen dengan sikap pada pangan organik sebesar 0,30 (Chan, 2001). Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini yaitu:

H2: Pengetahuan organik berpengaruh positif terhadap sikap membeli pangan organik

Sikap Membeli pangan Organik

Hasil penelitian perilaku konsumen menegaskan adanya pengaruh positif dari sikap konsumen terhadap niat beli pangan organik (Chan, 1999; Chan & Lau, 2000; Wijaya, 2011; Gracia & Magistris, 2007; Kalafatis *et al*, 1999; Chiou, 1998; Aertsens *et al*, 2009; Tarkiainen & Sundqvist, 2005; Sampson, 2009).

Beberapa konsep seperti teori tindakan beralasan dan perilaku terencana menjelaskan bahwa sikap merupakan prediktor yang akurat bagi perilaku melalui variabel niat (*intention*). Terbentuknya niat berperilaku dapat diterangkan dengan teori perilaku terencana yang mengasumsikan manusia selalu mempunyai tujuan dalam berperilaku (Fishbein & Ajzen, 1975). Sikap merupakan komponen utama bagi pembentukan niat. Sikap terbentuk dari dua komponen utama yaitu keyakinan dan evaluasi. Semakin positif keyakinan dari individu, maka akan semakin positif juga sikap individu tersebut, demikian juga sebaliknya (Fishbein & Ajzen, 1975). Evaluasi atau penilaian individu dapat bersifat positif atau negatif saat menampilkan atau tidak menampilkan perilaku tertentu. Semakin positif sikap terhadap pangan organik maka semakin tinggi niat beli pangan organik.

Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan positif antara sikap membeli pangan organik dan niat beli pangan organik (Chan & Lau, 2000; Wijaya & Hidayat, 2011; Gracia & Magistris, 2007; Kalafatis *et al*, 1999; Aertsens *et al*, 2009; Suprpto & Wijaya, 2012). Studi meta-analisis menunjukkan adanya hubungan sikap membeli pangan organik dengan niat beli sebesar 0,497. Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini yaitu:

H3: Sikap membeli pangan organik berpengaruh positif terhadap niat beli pangan organik

Norma Subjektif

Norma subjektif faktor lainnya yang memengaruhi niat dalam model yang dikemukakan oleh Fishbein dan Ajzen (1975). Komponen utama dalam norma subjektif adalah kemauan individu mematuhi stimulan dari kelompok referensi. Semakin tinggi motivasi dari individu untuk mematuhi kelompok referensi dalam membeli pangan organik maka semakin tinggi juga niat untuk membeli pangan organik. Faktor-faktor sosial berupa faktor-faktor di sekitar individu berperan sebagai fungsi sosial bagi konsumen seperti kelompok acuan, keluarga, serta peran dan status (Engel *et al*, 2005). Model acuan memiliki peranan bagi konsumen untuk menentukan pilihan produk dan merek. Keluarga sebagai bagian dari organisasi pembelian konsumen yang paling dekat dengan konsumen sehingga merupakan kelompok acuan primer yang paling berpengaruh dalam pembelian terutama di Indonesia. Faktor referensi menjadi bagian konsumen untuk melakukan pembelian.

Hasil penelitian tentang konsumen hijau menunjukkan adanya hubungan positif antara norma subjektif dan niat beli pangan organik (Kalafatis *et al.*, 1999; Chiou, 1998; Sampson, 2009; Aertsens *et al.*, 2009; Wijaya & Hidayat, 2011; Wijaya & Suprpto, 2012a). Hasil meta-analisis menunjukkan adanya hubungan norma subjektif dengan niat beli sebesar 0,325. Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini yaitu:

H4: Norma subjektif berpengaruh positif terhadap niat beli pangan organik

Kontrol Perilaku

Faktor lainnya dalam teori perilaku terencana adalah kontrol perilaku yang dirasakan. Faktor ini menggambarkan kondisi dimana individu percaya bahwa suatu perilaku mudah atau sulit untuk dilakukan. Pertimbangan individu mencakup pengalaman masa lalu disamping rintangan-rintangan yang ada, yang dipertimbangkan oleh individu tersebut. Kontrol keperilakuan dipengaruhi oleh kendala realistis yang dipersepsikan oleh individu. Derajat atau kadar kemampuan kontrol perilaku tergantung pada keyakinan individu mengenai ketersediaan sumber daya atau kesempatan dari lingkungan untuk berperilaku. Semakin banyak sumber daya dan kesempatan yang diyakini mampu dikendalikan oleh individu maka semakin tinggi niat untuk berperilaku (Ajzen, 1991).

Hasil penelitian menegaskan ada hubungan positif antara kontrol perilaku dan niat beli pangan organik (Kalafatis *et al.*, 1999; Aertsens *et al.*, 2009; Wijaya & Hidayat, 2011; Wijaya & Suprpto, 2012a). Terkait dengan perilaku membeli pangan organik, konsumen mempertimbangkan faktor-faktor yang dianggap mempermudah atau mempersulit membeli pangan organik seperti ketersediaan di pasar, harga pangan, aspek keuangan konsumen, dan adanya informasi keaslian (keabsahan) produk. Hasil meta-analisis menunjukkan adanya hubungan kontrol perilaku dengan niat beli sebesar 0,512. Semakin tinggi keyakinan individu untuk mengendalikan faktor-faktor kontrol perilaku maka semakin tinggi niat beli.

Kontrol keperilakuan memiliki peran langsung terhadap perilaku (Ajzen, 2005; 2008). Perilaku ditentukan oleh keyakinan individu mengenai ketersediaan sumber daya dan kesempatan yang berkaitan dengan perilaku tertentu. Apabila individu memiliki kontrol perilaku yang dirasakan tinggi maka individu akan memiliki kecenderungan untuk melakukan tindakan yang perlu dilakukan. Beberapa hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan langsung antara kontrol perilaku seperti harga (Junaedi, 2006), pendapatan (Taner & Kast, 2003) dengan perilaku membeli pangan organik. Perilaku membeli pangan organik ditentukan faktor-faktor yang secara langsung memudahkan atau mempersulit konsumen membeli pangan organik. Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini yaitu:

H5: Kontrol perilaku berpengaruh positif terhadap niat beli pangan organik

H6: Kontrol perilaku berpengaruh positif terhadap perilaku beli pangan organik

Niat Beli

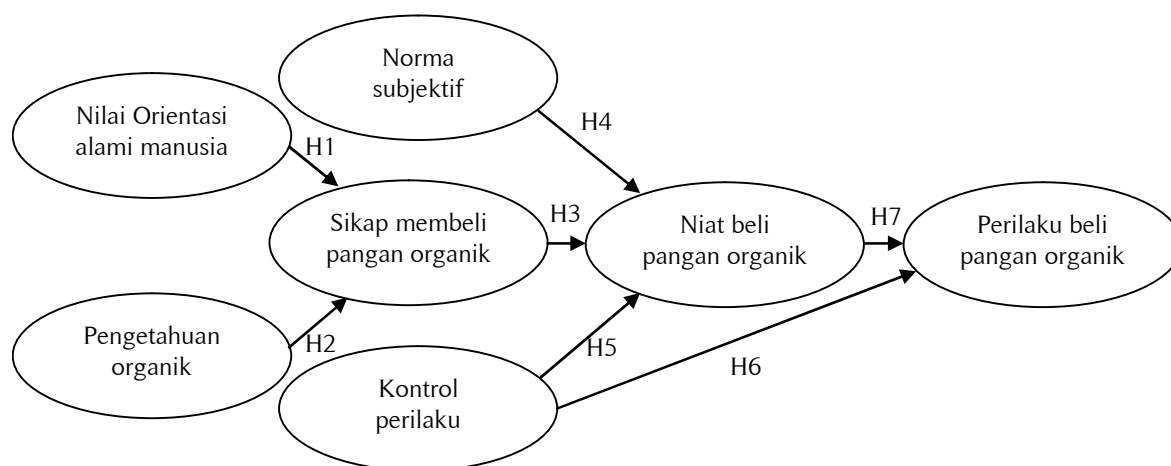
Teori perilaku terencana maupun teori tindakan beralasan menjelaskan bahwa perilaku individu dapat diprediksi melalui niat (Ajzen, 2008). Hal ini sesuai dengan Ajzen dan Madden (1986) yang menjelaskan bahwa niat berperan terhadap perilaku karena niat dianggap sebagai perantara faktor-faktor motivasional yang memiliki dampak pada suatu perilaku, niat menunjukkan seberapa keras seseorang berani mencoba (upaya), niat juga menunjukkan seberapa banyak upaya yang direncanakan seseorang untuk dilakukan, dan niat merupakan gejala utama yang berhubungan dengan perilaku selanjutnya.

Beberapa temuan penelitian mendukung proposisi hubungan niat beli dengan perilaku membeli pangan organik (Chan, 2001; Chan & Lau, 2000; Bui, 2005, Follows & Jobber, 2000; Magnusson *et al.*, 2001). Niat berperan sebagai perantara bagi pengaruh berbagai faktor yang berdampak pada perilaku. Niat memainkan peranan yang khas dalam mengarahkan tindakan, yakni menghubungkan antara pertimbangan yang mendalam yang diyakini dan diinginkan oleh seseorang

dengan tindakan tertentu. Hasil meta-analisis menunjukkan adanya hubungan antara niat beli pangan organik dengan perilaku membeli pangan organik sebesar 0,49 (Hines *et al*, 1987). Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini yaitu:

H7: Niat beli berpengaruh positif terhadap perilaku beli pangan organik

Berdasarkan kajian teoritik, penelitian terdahulu serta penelitian pendahuluan diajukan model empirik perilaku beli pangan organik. Model teoritik yang diajukan diharapkan sesuai dengan data empirik yang ada di lapangan. Adapun model penelitian perilaku beli pangan organik yang dirangkum dalam penelitian ini sebagai berikut:



Gambar 2. Model Perilaku Beli Pangan Organik

Metode Penelitian

Paradigma dalam penelitian ini berorientasi pada paradigma positivisme dengan pengujian hipotesis. Penelitian yang dilakukan bersifat survei. Penelitian ini menggunakan data primer. Metode pengumpulan data dilakukan dengan survei menggunakan kuesioner.

Populasi dalam penelitian ini adalah konsumen pangan organik yaitu konsumen yang melakukan pembelian pangan organik dengan tujuan konsumsi sehari-hari. Teknik sampel menggunakan teknik non probabilitas dengan metode *purposive sampling*, dan dipilih adalah konsumen yang mengetahui pangan organik dan melakukan pembelian untuk tujuan konsumsi keluarga, mengolah pangan organik seperti sayur dan beras organik, serta memasak untuk konsumsi keluarga sehari-hari. Sejumlah konsumen ditemui di beberapa sentral pasar organik. Responden penelitian dalam penelitian ini berasal dari beberapa kota besar di pulau Jawa yang berjumlah 516 responden.

Tataran data variabel penelitian yang dikumpulkan berbentuk skor data rentang (*interval*) dan definisi operasional yang berkaitan dengan arti dari seluruh variabel laten yang digunakan dalam penelitian lapangan ini dijabarkan serta dijelaskan sebagai berikut ini:

Variabel perilaku beli pangan organik (PB)

Perilaku beli pangan organik yaitu perilaku konsumen membeli secara aktual pangan organik untuk dikonsumsi keluarga berdasarkan frekuensi dan jumlah pembelian pangan organik dalam sebulan terakhir. Perilaku beli pangan organik diukur dengan indikator a) membeli pangan organik untuk keluarga secara rutin setiap hari, b) membelanjakan sejumlah uang untuk membeli pangan organik dan c) jumlah pangan organik yang dibeli untuk konsumsi keluarga.

Variabel niat beli pangan organik (IB)

Niat beli pangan organik yaitu keinginan atau ekspresi niat individu untuk berkomitmen pada aktivitas-aktivitas mengkonsumsi pangan organik (Chan & Lau, 2000) dilihat dari segi waktu dan

pilihan. niat beli pangan organik diukur dengan indikator a) mempertimbangkan membeli pangan yang berlabel organik untuk konsumsi keluarga, b) berniat membeli pangan yang diproduksi secara alami di masa mendatang, dan c) mengutamakan pilihan pada pangan organik dalam konsumsi keluarga.

Variabel sikap membeli pangan organik (SB)

Sikap membeli pangan organik yaitu perasaan atau evaluasi umum tentang membeli pangan organik berdasarkan keyakinan membeli pangan organik dari segi manfaat dan kerugian. Sikap membeli pangan organik diukur dengan indikator a) yakin bahwa pangan organik bermanfaat bagi kesehatan, b) pangan organik aman dikonsumsi keluarga, c) pangan organik tidak tahan lama (cepat rusak) dan d) alami untuk dikonsumsi keluarga (Wijaya & Hidayat, 2011; Wijaya & Suprpto, 2012).

Variabel norma subjektif (NS)

Norma subjektif yaitu keyakinan individu akan normatif, orang sekitarnya dan motivasi individu untuk mengikuti normatif (model) membeli pangan organik. Norma subjektif diukur dengan indikator a) keyakinan mengikuti anjuran anggota keluarga untuk membeli pangan organik bagi konsumsi keluarga, b) merasa yakin mengikuti anjuran teman atau rekan untuk membeli pangan organik bagi konsumsi keluarga, c) merasa yakin mengikuti anjuran media informasi (seperti majalah, televisi dan lain-lain) untuk membeli pangan organik bagi konsumsi keluarga, dan d) merasa yakin mengikuti anjuran pasangan untuk membeli pangan organik bagi konsumsi keluarga (Wijaya, 2009a; Wijaya & Hidayat, 2011; Wijaya & Suprpto, 2012).

Variabel kontrol perilaku (KP)

Kontrol perilaku yaitu persepsi terhadap kekuatan faktor-faktor yang mempermudah atau mempersulit perilaku membeli pangan organik berdasarkan keyakinan kekuatan kontrol perilaku untuk pendukung dan penghambat perilaku. Kontrol perilaku diukur dengan indikator a) kemudahan dalam mendapatkan pangan organik (ketersediaan pangan organik di pasar atau toko), b) harga pangan organik terjangkau, c) penghasilan yang cukup untuk membeli pangan organik dan d) ketersediaan informasi keaslian (keabsahan) produk (Wijaya, 2009a; Wijaya & Hidayat, 2011; Wijaya & Suprpto, 2012). Data variabel kontrol perilaku diperoleh dari hasil komputasi skor jawaban aitem kuesioner yang diisi oleh responden di pernyataan alat ukur penelitian. Berdasarkan hasil uji coba kuesioner dengan 128 responden diperoleh reliabilitas dengan *Cronbach Alpha* sebesar 0,934 dengan nilai korelasi butir berkisar 0,804-0,898.

Variabel nilai orientasi alami manusia (OAM)

Nilai orientasi alami manusia didefinisikan sebagai tendensi hubungan manusia dengan lingkungan yang pada dasarnya akan mengarah pada kehidupan yang harmonis dalam kealamiannya (Chan & Lau, 2000) yang diukur dengan alat ukur yang dikembangkan dari survey pendahuluan dan disesuaikan kuesioner yang dikembangkan oleh Chan dan Lau, (2000) dan Sihombing (2007). Nilai orientasi alami manusia diukur dengan indikator a) perlunya manusia memahami alam, b) perlakuan terhadap alam sepantasnya, c) menjaga keharmonisan dengan alam, dan d) manusia bagian dari alam. Kuesioner yang digunakan mengacu pada alat ukur yang dikembangkan oleh Chan dan Lau (2000) yang disesuaikan dengan kondisi di lapangan.

Variabel pengetahuan organik (PO)

Pengetahuan organik didefinisikan sebagai kemampuan konsumen dalam mengidentifikasi sejumlah konsep yang berkaitan dengan produk organik melalui informasi yang dimiliki konsumen (Magistris & Gracia, 2008; Chan & Lau, 2000) dilihat dari aspek subjektif dan objektif. Pengetahuan organik diukur dengan indikator a) *self report* pengetahuan pangan organik, b) memiliki informasi yang cukup tentang pangan organik, c) memahami tanda atau ciri pangan organik, dan d) memahami

pengertian organik. Alat ukur yang digunakan mengacu pada alat ukur yang dikembangkan oleh Magistris dan Gracia, (2008).

Metode analisis data dalam penelitian menggunakan analisis model persamaan struktural atau disebut *Structural Equation Modeling* (SEM) dibantu dengan program AMOS.

Hasil Penelitian Dan Pembahasan

Karakteristik Responden

Berdasarkan tingkat pendidikan responden, dapat diidentifikasi bahwa mayoritas responden memiliki pendidikan tinggi. Responden yang telah menempuh pendidikan SMU/setingkat sebesar 8%, responden yang telah menempuh pendidikan Diploma (D1-D3) sebesar 14,0%, responden yang telah menempuh pendidikan S1 sebesar 48%, responden yang telah menempuh pendidikan S2 sebesar 30%. Tabulasi karakteristik responden berdasarkan pendidikan disajikan pada Tabel 1.

Berdasarkan data pekerjaan dapat diidentifikasi bahwa mayoritas responden memiliki pekerjaan wiraswasta yaitu sebesar 44%. Responden yang memiliki pekerjaan pegawai negeri sipil sebesar 22%, responden yang memiliki pekerjaan pegawai swasta sebesar 20%, responden yang memiliki pekerjaan ibu rumah tangga sebesar 14%. Tabulasi karakteristik responden berdasarkan pekerjaan disajikan pada Tabel 2.

Berdasarkan tingkat pendapatan keluarga, mayoritas responden tergolong menengah ke atas dengan pendapatan keluarga di atas Rp.9.000.000 yaitu sebesar 66%. Responden yang memiliki pendapatan Rp. 1.000.000-3.000.000 sebesar 2%, responden yang memiliki pendapatan Rp. 3.000.100-5.000.000 sebesar 4%. Responden yang memiliki pendapatan Rp. 5.000.100-7.000.000 sebesar 16%. Responden yang memiliki pendapatan Rp. 7.000.100 – 9.000.000 sebesar 12%. Tabulasi karakteristik responden berdasarkan tingkat pendapatan keluarga disajikan pada Tabel 3.

Tabel 1. Pendidikan Responden

Pendidikan	Jumlah (Persentase)
SMU/Setingkat	52 (10,1%)
D1-D3	57 (11,0%)
S1	241 (46,7%)
S2	163 (31,6%)
S3	3 (0,6)
Total	516 (100%)

Tabel 2. Pekerjaan Responden

Pekerjaan	Jumlah (Persentase)
Pegawai Negeri Sipil	85 (16,5%)
Pegawai Swasta	126 (24,4%)
Wiraswasta	211 (40,9%)
Ibu Rumah Tangga	94 (18,2%)
Total	516 (100%)

Tabel 3. Pendapatan Keluarga

Pendapatan Keluarga (Rp/bulan):	Jumlah (Persentase)
< 1.000.000	-
1.000.000 – 3.000.000	4 (0,8%)
3.000.100 – 5.000.000	13 (2,5%)
5.000.100 – 7.000.000	74 (14,3%)
7.000.100 – 9.000.000	111 (21,5%)
> 9.000.000	314 (60,9%)
Total	516 (100%)

Pengujian Instrumen

Uji validitas

Secara menyeluruh nilai muatan faktor (*factor loading*) dari masing-masing variabel terobservasi valid dan memenuhi kriteria model pengukuran yang fit secara metodologi. Nilai muatan faktor yang diukur dari variabel laten melalui masing-masing variabel terobservasi berkisar dari 0,64-0,95 di atas 0,5.

Uji reliabilitas

Reliabilitas diperlukan untuk ukuran internal konsistensi indikator suatu konstruk dengan mengukur reliabilitas komposit (*composite reliability*) dan ekstraksi varian (*variance extracted*). Diketahui nilai koefisien reliabilitas komposit untuk masing-masing variabel berkisar dari 0,74 (sikap membeli pangan organik) hingga 0,92 (pengetahuan organik). Semua variabel berada di atas nilai penerimaan batas reliabilitas yaitu nilai minimum 0,7.

Analisis Model Persamaan Struktural dan Uji Hipotesis

Analisis data dalam penelitian ini menggunakan analisis model persamaan struktural (*structural equation modelling*). Analisis data diawali dengan uji model, yang dilanjutkan dengan pengujian hipotesis. Hasil analisis data diuraikan sebagai berikut.

Uji kesesuaian model persamaan struktural

Hasil uji kesesuaian model menggunakan chi-square, CMIN/DF, GFI, AGFI, RMSEA, TLI, CFI dan ECVI diringkas sebagai berikut:

Tabel 4. Hasil *Goodness of Fit* Model Pengukuran

Indeks	Cut off Value	Hasil	Evaluasi Model
Chi square	Mendekati 0	315,832	Baik
Probability	≥ 0,05	0,162	Baik
CMIN/DF	≤ 2,00	1,082	Baik
GFI	≥ 0,90	0,957	Baik
AGFI	≥ 0,90	0,948	Baik
RMSEA	≤ 0,08	0,013	Baik
TLI	≥ 0,90	0,997	Baik
CFI	≥ 0,90	0,998	Baik
ECVI	<i>Default model < saturated model</i>	0,842 < 1,363	Baik

Sumber: Data diolah

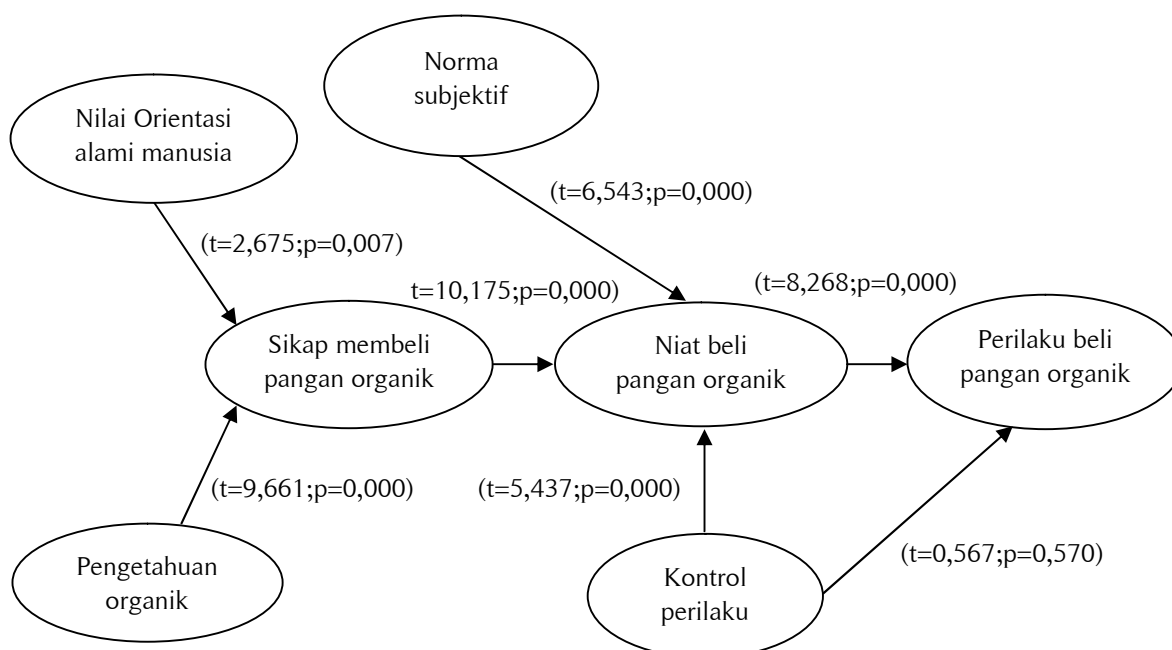
Tabel di atas menunjukkan bahwa model penelitian secara keseluruhan *fit*. Secara keseluruhan nilai *Chi square* dengan probabilitas sebesar 0,162 > 0,05 menunjukkan keseluruhan model fit (*Overall goodness-of-fit*).

Uji Hipotesis

Hasil uji kausalitas model dalam penelitian ini secara lengkap disajikan pada Gambar 3. Hasil bobot regresi antarvariabel laten yang sering disebut sebagai estimasi *loading factors* atau *lambda value* dapat digunakan untuk menganalisis uji kausalitas variabel. Berdasarkan signifikansi nilai CR (*Critical Ratio*) dengan nilai probabilitas (p) = 0.05. Hasil bobot regresi uji kausalitas disajikan dalam Tabel 5.

Berdasarkan analisis evaluasi bobot regresi tersebut dapat diuraikan dan dijelaskan bahwa variabel nilai orientasi alami manusia berpengaruh positif dan signifikan terhadap sikap membeli pangan organik ($p=0,007$, $\beta=0,188$). Dengan demikian hipotesis 1 diterima. Hasil temuan penelitian ini konsisten dengan hasil temuan Dreezens *et al.*,(2005); Krystallis *et al.*,(2008); Grunert & Juhl

(1995); Loureiro *et al.*, (2001); Magnusson *et al.*, (2001, 2003); Durham & Andrade (2005); Kuhar & Juvancic (2005); Midmore *et al.*, (2005); Padel & Foster (2005); Verhoef (2005); Gracia & de Magistris (2007); Stobbelaar *et al.*, (2007), Chen (2009); Wijaya (2009); Wijaya & Hidayat (2011), dan Wijaya & Suprpto (2012a). Hasil temuan menunjukkan semakin tinggi nilai orientasi alami manusia pada konsumen maka semakin baik sikap membeli pangan organik, sebaliknya semakin rendah nilai orientasi alami manusia pada konsumen maka semakin buruk juga sikap membeli pangan organik.



Gambar 3. Model Jalur

Tabel 5. Evaluasi Bobot Regresi Uji Kausalitas

Hipotesis	Variabel	Estimasi	CR	P	Hasil
Hipotesis 1	OAM→SB	0,188	2,675	0,007	Diterima
Hipotesis 2	PO→SB	0,410	9,661	0,000	Diterima
Hipotesis 3	SB→IB	0,318	10,175	0,000	Diterima
Hipotesis 4	NS→IB	0,519	6,543	0,000	Diterima
Hipotesis 5	KP→IB	0,161	5,437	0,000	Diterima
Hipotesis 6	KP→PB	0,025	0,567	0,570	Ditolak
Hipotesis 7	IB→PB	0,567	8,268	0,000	Diterima

Sumber: Data diolah

Keterangan:

- OAM = Nilai orientasi alami manusia
- PO = Pengetahuan organik
- SB = Sikap membeli pangan organik
- NS = Norma subjektif
- KP = Kontrol perilaku
- IB = Niat beli
- PB = Perilaku beli

Variabel pengetahuan organik mempengaruhi sikap membeli pangan organik secara positif dan signifikan dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari nilai probabilitas $\leq 0,05$. Dengan demikian hipotesis 2 diterima. Hasil temuan ini konsisten dengan temuan Amyx *et al.*, (1994); Vining & Ebreo, (1990); Chan, (1999); Yiridoe *et al.*, (2005); Poelman *et al.*, (2008);

Schlegelmilch *et al.*, (1996); Junaedi, (2007); Gracia & Magistris, (2007); dan Magistris & Gracia, (2008). Hasil ini menunjukkan semakin tinggi tingkat pengetahuan organik dari konsumen maka semakin baik sikap membeli pangan organik, sebaliknya semakin rendah tingkat pengetahuan organik dari konsumen maka semakin buruk sikap membeli pangan organik.

Sikap merupakan susunan dari keyakinan dan evaluasi terhadap perilaku. Keyakinan dan evaluasi konsumen didasarkan pada berbagai pertimbangan melalui pengetahuan yang dimiliki konsumen. Konsumen yang memiliki pengetahuan organik cenderung memiliki sikap positif terhadap pangan organik karena yakin pangan organik bermanfaat bagi konsumen. Konsumen juga yakin dengan mengkonsumsi pangan organik, konsumen akan memperoleh manfaat seperti kesehatan, kealamian, dan keamanan konsumsi yang dikandung dalam pangan organik. Magistris & Gracia, (2007) juga menjelaskan bahwa pengetahuan mewakili kemampuan konsumen dalam membedakan produk organik atau non organik serta membentuk sikap positif pada produk organik. Keyakinan terhadap peran hidup sehat merupakan determinan dalam penerimaan pangan (Verbeke, 2004).

Variabel sikap membeli pangan organik mempengaruhi niat beli pangan organik secara positif dan signifikan dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari nilai probabilitas $\leq 0,05$. Dengan demikian hipotesis 3 diterima. Hasil temuan konsisten dengan hasil temuan Chan (1999); Chan & Lau (2000); Dispoto (1997); Ling-yee (1997); Maloney & Ward (1973); Wijaya (2009); Wijaya & Hidayat (2011); Hidayat & Wijaya (2012); Gracia & Magistris (2007); Kalafatis *et al.*, (1999); Chiou, (1998); Aertsens *et al.*, (2009); dan Suprpto & Wijaya (2012). Hasil temuan menjelaskan bahwa semakin kuat sikap membeli pangan organik maka semakin tinggi niat beli, sebaliknya semakin lemah sikap membeli pangan organik maka semakin rendah juga niat beli konsumen.

Variabel norma subjektif mempengaruhi niat beli pangan organik secara positif dan signifikan dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari nilai probabilitas $\leq 0,05$. Dengan demikian hipotesis 4 diterima. Hasil temuan sesuai dengan hasil temuan Chan (1999); Chan & Lau (2000); Dispoto (1997); Ling-yee (1997); Maloney & Ward (1973); Wijaya & Hidayat (2011); Hidayat & Wijaya (2012); Gracia & Magistris (2007); Kalafatis *et al.*, (1999); Chiou, (1998); Aertsens *et al.*, (2009); dan Suprpto & Wijaya (2012). Hasil temuan menjelaskan bahwa semakin tinggi norma subjektif maka semakin tinggi niat beli, sebaliknya semakin rendah norma subjektif maka semakin rendah juga niat beli konsumen.

Variabel kontrol perilaku mempengaruhi niat beli pangan organik secara positif dan signifikan dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari nilai probabilitas $\leq 0,05$. Dengan demikian hipotesis 5 diterima. Hasil temuan konsisten dengan hasil temuan Chan (1999); Chan & Lau (2000); Dispoto (1997); Ling-yee (1997); Maloney & Ward (1973); Wijaya & Hidayat (2011); Hidayat & Wijaya (2012); Gracia & Magistris (2007); Kalafatis *et al.*, (1999); Chiou, (1998); Aertsens *et al.*, (2009); dan Suprpto & Wijaya (2012). Hasil temuan menjelaskan bahwa semakin tinggi kontrol perilaku maka semakin tinggi niat beli, sebaliknya semakin rendah kontrol perilaku maka semakin rendah juga niat beli konsumen.

Variabel kontrol perilaku tidak berpengaruh signifikan terhadap perilaku beli pangan organik dengan tingkat signifikansi sebesar 0,570 lebih besar dari nilai probabilitas 0,05. Dengan demikian hipotesis 6 ditolak. Kontrol perilaku tidak berpengaruh signifikan terhadap perilaku beli pangan organik ($p=0,570$, $\beta=0,025$). Temuan hasil analisis data menolak hipotesis 6 yang diajukan dalam penelitian. Peran kontrol perilaku menjelaskan perilaku melalui niat atau niat untuk membeli sehingga tidak berdampak langsung pada perilaku. Azjen & Madden (1986) menjelaskan bahwa kontrol perilaku dapat mempengaruhi perilaku namun dengan mempertimbangkan motivasi untuk berperilaku yang ditunjukkan dengan niat. Lebih lanjut Azjen & Madden (1986) menjelaskan bahwa saat individu ragu akan kontrol diri untuk berperilaku, hal ini menyebabkan kontrol perilaku tidak berdampak langsung pada perilaku yang ditunjukkan dengan garis putus-putus dalam kerangka hubungan kontrol perilaku dengan perilaku (model teori perilaku terencana). Sebaliknya semakin tinggi keyakinan kontrol perilaku individu akan berdampak langsung pada perilaku.

Variabel niat beli pangan organik mempengaruhi perilaku beli pangan organik secara positif dan signifikan dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari nilai probabilitas $\leq 0,05$. Dengan demikian hipotesis 7 diterima. Temuan hasil analisis data mendukung hipotesis 7 yang diajukan dalam penelitian. Hasil temuan konsisten dengan penelitian Chan (2001); Chan & Lau (2000); Bui (2005); Follows & Jobber (2000); Maloney & Ward (1973); Chan & Yam (1995); Ling-yee (1997), dan Magnusson *et al*, (2001). Hasil menunjukkan semakin tinggi niat beli maka semakin tinggi perilaku beli pangan organik, sebaliknya semakin rendah niat beli maka semakin rendah juga perilaku beli pangan organik.

Berdasarkan nilai koefisien terstandar dapat diketahui bahwa pengetahuan organik dominan mempengaruhi sikap membeli pangan organik dibandingkan nilai orientasi alami manusia. Besarnya kontribusi variabel secara simultan terhadap variabel lainnya diringkas dalam tabel sebagai berikut:

Tabel 6. Koefisien Determinasi

Variabel yang mempengaruhi	Variabel yang dipengaruhi	Sumbangan efektif
Niat beli Kontrol perilaku	Perilaku beli pangan organik	17,0%
Sikap terhadap pangan organik Kontrol perilaku Norma subjektif	Niat beli pangan organik	35,8%
Orientasi alami manusia Pengetahuan organik	Sikap membeli pangan organik	18,9%

Sumber: Data diolah

Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui bahwa variabel niat beli dan kontrol perilaku memiliki peran atau kontribusi sebesar 17% terhadap perilaku beli pangan organik. Variabel sikap membeli pangan organik, norma subjektif dan kontrol perilaku memiliki peran sebesar 35,8% terhadap niat beli pangan organik. Variabel nilai orientasi alami manusia dan pengetahuan organik memiliki peran sebesar 18,9% dalam menjelaskan sikap membeli pangan organik.

Pangan organik sebagai produk ramah lingkungan merupakan elemen sistem keyakinan individu (Dembkowski & Lloyd, 1994). Secara spesifik, Arnould *et al*, (2004) dan Homer dan Kahle (1988) menjelaskan hubungan nilai dengan perilaku konsumen melalui mekanisme secara hirarki. Nilai berperan dalam membentuk sikap konsumen. Nilai merupakan pertimbangan yang fundamental bagi hubungan konsumen dengan lingkungan. Penduduk Asia memandang diri mereka sebagai bagian dari alam dan hidup harmonis dengan alam atau berorientasi pada alam (de Mooij, 2004) yang disebut Chan (2001) sebagai orientasi alami manusia (*Man Nature Orientation*). Konsumen yang memiliki orientasi alami manusia cenderung mempertimbangkan akibat-akibat konsumsi pada lingkungan sehingga memiliki sikap ramah lingkungan (Chan, 2001) dan mendukung penggunaan produk organik (Wijaya & Hidayat, 2011).

Filosofi nilai negara Timur berbeda dengan nilai di negara Barat. Sebagai contoh yang berkaitan dengan alam, nilai-nilai inti yang dianut oleh masyarakat Amerika adalah menaklukkan alam (Engel *et al*, 2000), berbeda dengan Asia yang cenderung mengutamakan keseimbangan alam (Chan, 2001). Amerika memiliki nilai menaklukkan alam, contohnya seperti menghadapi perubahan alam dan hama dengan bahan kimia, selain itu nilai menaklukkan alam juga ditunjukkan dengan iklan-iklan komersial yang ada (Engel *et al*, 2000).

Secara kontekstual, negara-negara di Asia memiliki orientasi nilai yang kuat berkaitan dengan produk pangan. Keyakinan akan pangan dan nutrisi pangan yang berkaitan dengan kesehatan dan lingkungan merupakan bagian budaya bagi bangsa Cina, Jepang, Korea dan beberapa negara Asia lainnya (Verschuren, 2002; Westrate *et al*, 2002). Contohnya Cina dengan ajaran Taoisme yang mengajarkan prinsip bahwa asal manusia dari alam dan menyatu dengan alam (Chan & Lau, 2000;

Chan, 2001) sehingga terbentuk keseimbangan (*yin* dan *yang*). Filosofi ini berkembang dan mempengaruhi masyarakat Cina lebih dari 2000 tahun (Chan & Lau, 2000). Penanaman filosofi dilakukan oleh pemerintah Cina melalui jenjang formal seperti lembaga pendidikan atau sekolah maupun non-formal melalui keluarga. Nilai tersebut tumbuh, berkembang dan menyatu dalam kehidupan mereka (Chan, 2001). Penanaman filosofi dilakukan sejak usia dini hingga mengakar dalam kehidupan masyarakat Cina, hal ini tidak terlepas dari dukungan pemerintah.

Masyarakat Indonesia yang memiliki kecenderungan kolektif memiliki makna hidup untuk harmoni atau seimbang dengan alam (Susana, 2009). Sebagai contoh pemetaan yang dilakukan oleh Susana (2009) berdasarkan Koentjoroningrat menjelaskan bahwa masyarakat yang cenderung kolektif yang ditunjukkan dengan pembangunan agraris, budaya tradisional, nilai-nilai gotong royong, hidup selaras dengan alam yang dicerminkan lewat acara-acara tradisi seperti slametan, tradisi di gunung merapi dan laut selatan, mengutamakan harmoni dibandingkan ambisi pribadi.

Konsumen membeli produk-produk organik karena memiliki pengetahuan mengenai dampak konsumsi produk pada konsumen dan lingkungan (Chan, 2001). Child & Poryzees (1998) menjelaskan bahwa kurangnya pengetahuan konsumen tentang kandungan dalam pangan fungsional akan menghambat proses keyakinan konsumen. Hal lain yang bersifat internal dalam membentuk sikap individu untuk berperilaku adalah ketersediaan informasi, keterampilan dan kemampuan yang memperkuat motivasi individu. Sikap cenderung berubah sesuai perubahan tingkat pengetahuan (Aertsens *et al.*, 2009). Pengetahuan organik menyediakan informasi mengenai pangan organik dan manfaatnya sehingga memperkuat motivasi individu dalam mempertimbangkan pembelian pangan organik.

Sesuai konsep dasar teori perilaku terencana menunjukkan bahwa sikap merupakan prediktor yang baik bagi niat berperilaku. Teori perilaku terencana menyebutkan bahwa niat adalah fungsi dari determinan sikap terhadap perilaku, yang merupakan dasar bagi pembentukan niat. Menurut Ajzen (1986) terwujud tidaknya niat sangat tergantung pada faktor eksternal dan internal. Faktor internal tergantung pada keyakinan dari individu dalam berperilaku dan dapat tidaknya berperilaku sedangkan faktor eksternal merupakan stimulus yang mendorong individu untuk berperilaku. Konsumen yang memiliki sikap yang positif terhadap pangan organik berdasarkan keyakinan dan evaluasi akan mengkonsumsi pangan organik karena dianggap bermanfaat bagi mereka sehingga menstimulasi niat konsumen membeli pangan organik.

Konsumen dalam memutuskan pembelian pangan organik mempertimbangkan model yang menjadi acuan serta kesediaan untuk mematuhi harapan dari norma referensi untuk mengkonsumsi pangan organik yaitu anjuran anggota keluarga, rekan maupun media yang dijadikan acuan seperti televisi dan majalah. Kelompok referensi tersebut yang menjadi stimulus konsumen dalam merespon pembelian pangan organik. Keluarga adalah organisasi pembelian konsumen yang paling penting dalam masyarakat, dan menjadi obyek penelitian yang ekstensif (Engel *et al.*, 2000). Anggota keluarga merupakan kelompok acuan primer yang paling berpengaruh dalam pembelian karena paling dekat dengan individu terutama di Indonesia yang cenderung kolektif.

Pentingnya peran norma subjektif dalam konteks konsumen Indonesia dibuktikan dalam penelitian ini. Norma subjektif yang masih jarang dipertimbangkan dalam penelitian khususnya di Eropa membawa dampak perbedaan hasil dengan penelitian ini. Hal ini juga didukung oleh budaya di Indonesia yang cenderung lebih kolektif berbeda dengan budaya di masyarakat Barat yang cenderung lebih individualis. Masyarakat Indonesia masih memperhatikan pentingnya norma atau memandang apa yang seharusnya dilakukan atau diharapkan masyarakat. Harapan dari orang banyak atau masyarakat terkristalisasi dalam hal pengambilan keputusan konsumsi pangan organik.

Kontrol perilaku memuat keyakinan individu yang berkaitan perasaan mampu atau tidak mampu dalam mengendalikan perilaku dan keyakinan mengenai ada atau tidaknya faktor-faktor yang memudahkan atau mempersulit individu untuk berperilaku. Untuk menampilkan niat membeli pangan organik, konsumen mempertimbangkan faktor-faktor yang memudahkan atau mempersulit konsumen membeli pangan organik seperti ketersediaan di pasar, harga pangan, aspek keuangan

konsumen, dan adanya informasi keaslian (keabsahan) produk, berbeda dengan negara-negara lain seperti Eropa yang telah melegalisasi keabsahan produk organik dan tersedia secara luas karena tingkat produksi organik yang tinggi beserta distribusi yang merata

Kontrol perilaku tidak berpengaruh signifikan terhadap perilaku beli pangan organik untuk konteks konsumen Indonesia. Berdasarkan studi eksplorasi sebelumnya, diperoleh informasi bahwa secara menyeluruh konsumen mempersepsikan adanya kesulitan dalam mengendalikan aspek-aspek kontrol perilaku seperti keabsahan atau keaslian pangan organik keuangan konsumen, dan ketersediaan di pasar karena saat ini mayoritas pangan organik hanya tersedia di pasar modern. Beberapa responden merasa ragu bahwa pangan organik yang sekedar diberi label organik adalah asli atau benar-benar organik. Konsumen membutuhkan jaminan atau indikator keabsahan bahwa produk yang dibeli merupakan produk organik. Hal ini yang menjadikan kontrol perilaku konsumen menjadi rendah sehingga tidak berdampak pada perilaku secara langsung.

Niat merupakan prediktor yang kuat bagi perilaku sesuai model dasar teori perilaku terencana. niat berperan terhadap perilaku karena niat dianggap sebagai perantara faktor-faktor motivasional yang mempunyai dampak pada suatu perilaku, niat menunjukkan seberapa keras seseorang berani mencoba (upaya), niat juga menunjukkan seberapa banyak upaya yang direncanakan seseorang untuk dilakukan, dan niat adalah paling dekat berhubungan dengan perilaku selanjutnya. niat anteseden langsung (*immediate antecedent*) terhadap perilaku (Ajzen, 1986) sehingga memiliki konsistensi yang tinggi dengan perilaku, meskipun tinggi rendahnya niat sangat tergantung dari stimulus faktor internal seperti sikap dan mudah tidaknya berperilaku dan faktor eksternal seperti pengaruh lingkungan.

Simpulan dan Saran

Berdasarkan pembahasan dapat disimpulkan bahwa terdapat kesesuaian antara model perilaku beli pangan organik dengan data penelitian yang menggambarkan pengaruh orientasi alami manusia, pengetahuan organik, sikap terhadap pangan organik, norma subjektif, kontrol perilaku dan niat beli terhadap perilaku beli pangan organik. Hal ini didukung dengan persyaratan *goodness of fit* dari model. Dengan demikian model dalam penelitian ini dapat diaplikasikan dalam konteks konsumen pangan organik khususnya perilaku beli pangan organik beserta faktor-faktornya. Model penelitian ini termasuk kategori baru dan belum pernah diteliti oleh peneliti sebelumnya. Penelitian ini membuktikan bahwa perluasan *theory planned of behaviour* dapat digunakan dalam memprediksi perilaku beli pangan organik.

Nilai orientasi alami manusia memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap sikap membeli pangan organik. Hal ini berarti semakin tinggi nilai orientasi alami manusia, maka semakin baik juga sikap membeli pangan organik. Pengetahuan organik memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap sikap membeli pangan organik. Hal ini berarti semakin tinggi pengetahuan organik, maka semakin baik juga sikap membeli pangan organik. Sikap membeli pangan organik memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap niat beli pangan organik. Hal ini berarti semakin baik sikap membeli pangan organik, maka semakin tinggi niat beli pangan organik. Norma subjektif memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap niat beli pangan organik. Hal ini berarti semakin tinggi norma subjektif, maka semakin tinggi juga niat beli pangan organik. Kontrol perilaku memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap niat beli pangan organik. Hal ini berarti semakin tinggi kontrol perilaku, maka semakin tinggi juga niat beli pangan organik. Kontrol perilaku tidak berpengaruh signifikan terhadap perilaku beli pangan organik. Peningkatan kontrol perilaku tidak bermakna atau tidak menyebabkan perubahan yang berarti bagi perilaku beli pangan organik. Niat beli memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap perilaku beli pangan organik. Hal ini berarti semakin tinggi niat beli, maka semakin tinggi juga perilaku beli pangan organik.

Secara praktis, beberapa pertimbangan kontribusi praktis berupa implikasi manajerial yang bermanfaat bagi pemasar maupun pihak lainnya yaitu: 1) Berkaitan dengan pengaruh aspek pengetahuan terhadap sikap beli pangan organik, produsen organik khususnya yang bergerak di

bidang pangan organik perlu memberikan informasi dalam proses edukasi konsumen seperti pemberian label organik dan informasi seperti manfaat pangan organik bagi kesehatan. Manfaat yang dapat diperoleh dari setiap jenis pangan organik. Komunikasi perlu dibangun oleh produsen dalam proses transfer informasi produk organik ke konsumen. Kim *et al.*, (2001) berpendapat bahwa label pangan merupakan alat komunikasi yang digunakan untuk memenuhi kebutuhan informasi dan kesehatan. Secara umum informasi yang diberikan meliputi merek, isi, kandungan bahan, mineral, vitamin, logo untuk klaim tertentu misalnya ramah lingkungan, klaim kesehatan, anjuran informasi dan penggunaan pola makan sehat (Hingginson *et al.*, 2002). Label pangan merupakan cara yang bermanfaat untuk membantu konsumen menentukan pilihan produk sesuai dengan tujuan kesehatan (Worsley, 2002). Selain itu label pangan dapat menurunkan ketidakpastian yang dihadapi konsumen (Zarkin & Anderson, 1992), mempengaruhi persepsi, preferensi, ekspektasi sebelum pembelian dan evaluasi sesudah pembelian (Ford *et al.*, 1990). Argumentasi penggunaan klaim kesehatan merupakan cara yang paling rasional untuk mengkomunikasikan pengetahuan produk yang dapat memberikan efek kesehatan yang bermanfaat bagi konsumen (Oversen, 1999).

2) Berdasarkan peran dari nilai orientasi alami manusia, diperlukan adanya penanaman nilai yang berorientasi alami manusia melalui sosialisasi kesadaran akan perilaku ramah lingkungan. Sosialisasi kesadaran akan ramah lingkungan dapat ditanamkan dari generasi ke generasi melalui jenjang formal seperti sekolah maupun non formal seperti keluarga. Cina contohnya, penanaman filosofi dilakukan oleh pemerintah melalui jenjang formal seperti lembaga pendidikan atau sekolah maupun non-formal melalui keluarga yang dilakukan sejak usia dini hingga mengakar dalam kehidupan masyarakat. Peran pemerintah diperlukan dalam hal ini, sehingga akan tumbuh sikap positif dalam konsumsi produk organik yang berdampak pada pola konsumsi ramah lingkungan. Edukasi yang berbasis ramah lingkungan perlu mendapat perhatian dari pemerintah. Melalui penanaman nilai orientasi alami manusia diharapkan mampu mencegah atau mengurangi degradasi lingkungan di Indonesia. Penanaman nilai juga akan menyadarkan manusia pentingnya hubungan manusia dengan alam sehingga tercipta pola konsumsi sehat berbasis ramah lingkungan.

3) Berkaitan dengan peran aspek norma subjektif, pemasar perlu mendekati kelompok referensi keluarga atau memperhatikan kelompok referensi sebagai bagian dari target komunikasi pemasaran, anggota keluarga merupakan kelompok acuan primer yang paling berpengaruh dalam pembelian pangan organik. Meskipun pembelian dilakukan oleh individu, keputusan pembelian sangat mungkin dipengaruhi oleh anggota lain dalam keluarga (Engel *et al.*, 2005). Masyarakat Indonesia sebagai bagian budaya Asia, cenderung kolektif sehingga keputusan individu sangat dipengaruhi oleh kelompok referensi. Selain itu produsen pangan organik juga dapat menggunakan media televisi dan majalah sebagai media komunikasi pemasaran pangan organik. Hal ini didukung dengan data eksplorasi bahwa media yang dijadikan acuan dalam konsumsi pangan organik adalah televisi dan majalah.

4) Dilihat dari aspek kontrol perilaku, pemerintah atau pihak independen perlu menjamin legalitas keaslian produk atau pangan organik bukan hanya sebatas logo organik dan melakukan pengawasan legalitas keaslian produk. Hal ini berfungsi meyakinkan konsumen atau meminimalisir keraguan konsumen akan keabsahan atau keaslian produk organik. Klaim organik harus memenuhi standar organik dari proses pembibitan hingga panen. Pangan organik dengan bibit organik belum tentu diakui sebagai pangan organik apabila dalam proses penanaman menggunakan pupuk yang tidak organik. Dengan demikian perlu dibentuk lembaga sertifikasi organik yang berperan dalam menjaga keabsahan produk organik misalnya melibatkan perguruan tinggi dalam upaya sertifikasi organik. Sertifikasi merupakan isu terpenting di Asia, hal ini terjadi karena tingginya tuntutan konsumen adanya jaminan kepastian bahwa produk yang akan dibeli adalah organik yang asli. Selain itu sampai saat ini lembaga atau badan sertifikasi organik dari dalam negeri sangat terbatas jumlahnya. Di Indonesia, sampai saat ini lembaga penjamin produk organik dari luar negeri baru ada 2 yakni Nasa (Australia) dan Scall (Belanda). Biaya yang dibutuhkan petani dalam proses sertifikasi juga termasuk tinggi.

Daftar Pustaka

- Aertsens, J, Verbeke, W., & Huylenbroeck, G, V. (2009). Personal determinants of organic food consumption: A review. *British Food Journal*, 10, 1140-1167.
- Ajzen, I., & Madden, T.J. (1986). Prediction of goal directed behavior: Attitudes, intentions and perceived behavior control. *Journal of Experimental Social Psychology*, 22, 457-474.
- Ajzen, I. (1987). *Attitudes, traits, and action: Dispositional prediction of behavior in personality and social psychology*, Diunduh dari www.people.umass.edu/aizen tanggal 9 Desember 2008.
- Ajzen, I. (1991). The theory of planned behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Process*, 50, 179-211.
- Alba, J. W., & Hutchinson, J. W. (1987). Dimension of consumer expertise. *Journal of Consumer Research*, 13, 411-454.
- Amyx, D, A, Dejong, P, F., Lin, X C,G., & Weiner, J, L. (1994). Influencer of purchase intentions for ecologically safe products; an exploratory study. *The proceeding of the 1994 American Marketing Association's Winter Educators Conference*, 5, AMA, Chicago,341-344.
- Arbuthnot, J & Lingg, S. (1975). A comparison of French and American environmental behaviours, knowledge and attitudes. *International Journal of Psychology*, 10 (4), 275-281
- Arnould, E.J., Price, L.L., & Zinkhan, G.M. (2004). *Consumers*. New York: McGraw-Hill.
- Bui, M.H. (2005). Environmental marketing: A model of consumer behavior. *Proceedings of the Annual Meeting of the Association of Collegiate Marketing Educators*.
- Chan, R.Y.K. (1999). Environmental attitudes and behavior of consumers in china: Survey findings and implications. *Journal of International Consumer Marketing*, 11, 25-52.
- Chan, R.Y.K. (2001), Determinants of chinese consumers green purchase behavior. *Psychology & Marketing*, 8, 389-413.
- Chan, R.Y.K., & Lau, L.B.Y. (2000), Antecedents of green purchases: A survey in china, *Journal of Consumer Marketing*, 17.338-357.
- Chen, T,B & Chai, L, T. (2010), Attitude towards the environment and green product: consumer perspective. *Management Science and Engineering*, 4 (2), 27-39
- Chiou, J.S. (1998). The effects of attitude, subjective norm, and perceived behavioral control on consumers' purchase intentions: The moderating effects of product knowledge and attention to social comparison information. *Proc. Natl. Sci. Counc. ROC (C)* 9, 298-308.
- Churchill, G. A. (1979). A paradigm for developing better measures of marketing constructs. *Journal of Marketing Research*, 16, 67-73.
- Dembkowski, D, S., & Lloyd, S, H. (1994). The environmental value attitude system model. *Journal of Marketing Management*. 19, 593-603
- De Mooij, M. (2004). *Consumer behavior and culture: Consequences for global marketing*. California: Sage.
- Dispoto, R.G. 1997. Interrelationships among measures of environmental acitivity, emotionality and knowledge. *Educational and Psychological Measurement*, 37, 451-459.
- Dreezens, E., Martijn, C., Tenbult, P., Kok, G., & de Vries, N, K. (2005). Food and values; an examination of values underlying attitudes toward genetically modified and organically grown food products. *Appetite*, 44 (1), 115-122.

- Durham, C. A., & Andrade, D. (2005). Health vs environmental motivation in organic preferences and purchases. *Paper presented at the American Agricultural Economics Association Annual Meeting, Providence, 24-27 July.*
- Engel, J.F., Roger, D.B., & Paul, W. M. (2005), *Consumer behavior*. International Edition, Forth Worth : Dreyden Press.
- Fishbein, M., & Ajzen, I. (1975), *Belief, attitude, intention and behavior: An introduction to theory and research*. Menlo Park, California; Addison-Wesley Publishing Company Inc.
- Follows, S. B., & David. J. (2000), Environmentally responsible purchase behavior: a test of a consumer model. *European Journal of Marketing, 34*, 723-746.
- Fraj, E., & Martinez, E. (2006). Environmental values and lifestyles as determining factors of ecological consumer behaviour: An empirical analysis. *Journal of Consumer Marketing, 23* (3), 113-144.
- Gracia, A., & Magistris, T. (2007). Organic food product purchase behaviour: a pilot study for urban consumers in the South of Italy. *Spanish Journal of Agricultural Research, 5* (4), 439-451.
- Grunert, S.C., & Juhl, H. J. (1995). Value, environmental attitudes, and buying of organic foods. *Journal of Economic Psychology, 16*, 39-62.
- Hines, J. M., Hungerford, H. R., & Tomera, A. N. (1987). Analysis and synthesis of research on responsible environmental behavior: A meta-analysis. *Journal of Environmental Education, 18*, 1-8.
- Hingginson, C. S., Rayner, M. J., Draper, S., & Kirk, T.R. (2002). The nutrition label-which information is looked at?. *Nutrition and Food Science, 32* (3), 92-99.
- Homer, P.M., & Khale, L.R. (1988). A structural equation test of the value-attitude-behavior hierarchy. *Journal of personality and Social Psychology, 54*, 638-646.
- Junaedi, S. (2006). Pengembangan model perilaku konsumen berwawasan lingkungan di Indonesia: Studi perbandingan kota metropolitan dan non metropolitan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, 21*, 399-419.
- Junaedi, S. (2007). The roles of consumer knowledge and emotion toward ecological issue: an empirical study of green study consumer behavior. *International Journal of Business, 9*, 81-99.
- Kalafatis, S. P., Michael, Robert, E., & Markos H. T. (1999). Green marketing and ajzen's theory of planned behavior: A cross-market examination, *Journal of Consumer Marketing, 16*, 441-460.
- Kim, S.Y., Nayga, R. M., & Capps, JR. (2001). Food label use, self selectivity, and diet quality. *The Journal of Consumer Affairs 35* (2), 246-363.
- Kluckhohn, F.R., & Strodtbeck, F.L. (1961). Variations in value orientations. Evanston, Ill.: Row, Peterson.
- Krystallis, A., Vassallo, M., Chrysosoidis, G., & Perrea, T. (2008). Societal and individualistic drivers as predictors of organic purchasing revealed through a portrait value questionnaire (PVQ) based inventory, *Journal of Consumer Behaviour, 7*, 164-187.
- Kuhar, A., & Juvancic, L. (2005). Modelling consumer preferences toward organic and integrated fruits and vegetables in Slovenia, *Paper presented at 97th EAAE Seminar on The Economics and Policy of Diet and Health, Reading.*
- Laroche, M., Jasmin, B., & Guido, B. F. (2001). Targeting consumers who are willing to pay more for environmentally friendly products, *Journal of Consumer Marketing, 18*, 503-520.

- Ling-ye, Li. (1997). Effect of collectivist orientation and ecological attitude on actual environmental commitment: The moderating role of consumer demographics and product involvement. *Journal of International Consumer Marketing*, 9, 31-53.
- Lodorfos, G.N., & Dennis, J. (2008). Consumers' intent: in the organic food market. *Journal of Food Products Marketing*, 14(2), 17-38.
- Loureiro, M, J., McCluskey, J.J., & Mittelhammer, R. C. (2001). Assessing consumer preferences for organic, eco-labeled and regular apples, *Journal of Agricultural and Resource Economics*, 26 (2), 404-416.
- Magistris, T., & Gracia, A. (2008). The decision to buy organic food products in Southern Italy. *British Food Journal*, 10, 929-947.
- _____. (2007). Organic food product purchase behaviour: A pilot study for urban consumers in the South of Italy. *Spanish Journal of Agricultural Research*, 5(40), 439-451.
- Magnusson, M.K., Arvola, A., Hursti, U.K., Aberg, L., & Sjoden., P. (2001). Attitudes towards organic foods among Swedish consumers. *British Food Journal*, 103, 209-226.
- Maloney, M.P., & Ward, M.P. (1973). Ecology: Lets hear from the people: An objective scale for the measurement of ecological attitudes and knowledge. *American Psychologist*, 28(7), 583-586
- Mansaray, A. and Abijoye, J.O. (1998). Environmental knowledge, attitudes and behavior in Dutch secondary school, *Journal of Environmental Education*, 30(2), 4-11.
- Midmore, P., Naspetti, S., Sherwood, A, M., Vairo, D., Wier, M., & Zanoli, R. (2005). Consumer attitudes to quality dan safety of organic and low input foods: A review. *University of Wales, Aberystwyth*.
- Nord, M. (2009). Food insecurity in households with children: Prevalence, severity and household characteristics. *Economic Information Bulletin*, (56)
- Padel, S., & Foster, C. (2005). Exploring the gap between attitudes and behaviour: Understanding why consumers buy or do not buy organic food. *British Food Journal*, 107 (8), 606 – 625.
- Peattie, S. (1998). Promotional competition as a marketing tool on food retailing. *British Food Journal*, 100, 286 – 294.
- Poelman, A., Mojet, J., Lyon, D & Sefa-Dedeh, S. (2008). The influence of information about organic production and fair trade on preference for and perception of pineapple. *Food Quality and Preference*, 19 (1), 114 – 121.
- Sampson, L.K. (2009). Consumer analysis of purchasing behavior for green apparel. *Thesis*. North Carolina State University.
- Santrock, J.W. (2005). *Psychology*. McGraw-Hill Book Company, Inc: New York.
- Schlegelmilch, B., Bohlen, G, M., & Diamantopoulos, A. (1996). The link between green purchasing decisions and measures of environmental consciousness. *European Journal of Marketing*, 30 (5), 35 – 55.
- Sihombing, S.O. (2007). Predicting environmentally purchase behavior: A test of the value-attitude-behavior hierarchy. *The 2nd Indonesian Business Management Conference*, Jakarta, 30 Januari.
- Stobbelaar, D, J., Casimir, G., Borghuis, J., Marks, I, Meijer, L., & Zebeda, S. (2007). Adolescents attitudes toward organic food: a survey of 15 to 16 year old school children. *International Journal of Consumer Studies*, 31, 349-356.

- Susana, T. (2009). Pengaruh orientasi budaya individual, jenis kelamin, dan orientasi budaya masyarakat terhadap gejala somatisasi dan depresi murni. *Disertasi doktor tidak diterbitkan*, Fakultas psikologi UGM.Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada.
- Syaharani, S, P. (2006). Efek informasi, sumber komunikasi pemasaran dan label pangan dalam proses adopsi: Studi perilaku adopsi pangan fungsional. *Disertasi doktor tidak diterbitkan*, Fakultas Ekonomi UGM.Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada.
- Taner, C., & Kast, S.W. (1999). Promoting sustainable consumption: Determinants of green purchases by Swiss consumers. *Psychology & Marketing*, 20 (10), 883-902.
- Tarkiainen, A., & Sundqvist, S. (2005). Subjective norms, attitudes and intentions of Finnish consumers in buying organic food. *British Food Journal*, 107 (11), 808-822.
- Umberson, K, B, S. (2008). Environmentally friendly purchase intention: Debunking the misconception behind apathetic consumer attitudes. *Thesis*, University of North Texas: Texas.
- Verbeke, W. (2000). Influence on the consumer decision making process towards fresh meat: Insight from Belgium and implications. *British Food Journal*, 102 (7), 522-538.
- Verhoef, P, C. (2005). Explaining purchase of organic meat by Dutch consumer. *European Review of Agricultural Economics*, 32, 245-267.
- Verschuren, P.M., (2002). Functional foods: Scientific and global perspectives. *British Journal of Nutrition*, 88, S125-S130
- Vining, J., & Ebreo, A. (1990). What makes a recycler? A comparison of recycler and nonrecycler. *Environmental Behavior*, 22, 55-57.
- Vlosky, R. P., Lucie, K. O., & Renee J. F. (1999). A conceptual model of US consumer willingness-to-pay for environmentally certified wood products. *Journal of Consumer Marketing*, 16, 122-136.
- Westrate, J. A., Poppel, G. van & Verschuren, P, M. (2002). Functional foods, trends and future. *British Journal of Nutrition*, 88, S233-S235.
- Wijaya, T., & Hidayat, A. (2011). Model niat pembelian pangan organik. *Call for Paper Update Ekonomi, Akuntansi dan Bisnis Indonesia, Proceeding* Fakultas Ekonomi UII-Yogyakarta, 28 Juni.
- Wijaya, T., & Suprpto, B. (2012)a. Model of buying intention on organic food. *International Conference in Marketing, Proceeding* Lucknow-India, 12-14 January.
- Wijaya, T., & Suprpto, B. (2012)b. Intention of Indonesian consumers on buying organic food. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 3 (2), 114-119.
- Worsley, A., & Scott, Victoria. (1999). Consumer's concern about food and health in Australia and New Zealand. *Asian Pacific Journal*. 9, 24-32.
- Worsley, A. (2002). Nutrition communication: do we need a new outlook?. *Asian Pacific Journal Clinical Nutrition*. 11, 708-718.
- Yiridoe, E, K., Bonti-Ankomah, S., & Martin, R, C. (2005). Comparison of consumers perception towards organic versus conventionally produced foods; a review and update of the literature. *Renewable Agriculture and Food System*, 20 (4), 193-205.
- YLKI. (2012). Survei Konsumen Organik Indonesia. Diunduh melalui <http://www.organicindonesia.org/05infodata-news.php?id=443>.

Diversifikasi korporasi dan biaya modal

Katiya Nahda¹, Marwan Asri²

¹Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta, Indonesia
Corresponding author Email: katiya.nahda@uui.ac.id

²Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, Indonesia
Email: marwan@mm.ugm.ac.id

Abstract

This paper studies the relation between corporate diversification and cost of capital. It examines whether cost of capital is affected by an organizational form under various levels of financial constraints and cash flow correlations. The sample was taken across non-financial sectors listed on the Indonesian Stock Exchange (IDX) over the period 2010-2014. Feasible Generalized Least Square (FGLS) is used to test the hypotheses. The findings show that a firm's cost of capital is positively affected by the level of corporate diversification. However, the result of a separate regression shows a dual effect of corporate diversification on cost of debt and cost of equity. Another key finding, lower cash flow correlations between business segments, corresponds to lower cost of capital, which supports the co-insurance hypothesis. The less correlated the cash flows, the greater the co-insurance effect would be generated, reducing a firm's cost of capital. In addition, when the sample is divided between financially and non-financially constrained firms, the results show a significant effect only in financially constrained firms. It indicates that the influence of diversification on firm's cost of capital is more pronounced for financially constrained firms.

Keywords: *cash flow correlation, corporate diversification, cost of capital, financial constraint.*

Abstrak

Tujuan penelitian ini adalah menguji pengaruh diversifikasi usaha terhadap biaya modal dikaitkan dengan korelasi arus kas antar segmen serta tingkat kendala pendanaan yang dihadapi perusahaan. Model penelitian diuji dengan menggunakan sampel dari seluruh perusahaan di luar sektor keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014 dengan metode *Feasible Generalized Least Square* (FGLS). Hasil penelitian menunjukkan diversifikasi usaha berpengaruh positif terhadap biaya modal secara keseluruhan. Namun, pengujian model secara parsial menunjukkan adanya perbedaan pengaruh diversifikasi terhadap biaya utang dan biaya ekuitas. Di satu sisi diversifikasi usaha menurunkan biaya utang, di sisi lain juga dapat meningkatkan biaya ekuitas. Temuan lain menunjukkan semakin rendah korelasi arus kas antar segmen usaha, semakin rendah biaya modal yang ditanggung perusahaan. Tingkat kendala pendanaan juga menunjukkan pengaruh signifikan dalam memoderasi hubungan diversifikasi usaha dengan biaya modal.

Kata kunci: *biaya modal, diversifikasi usaha, kendala pendanaan, korelasi arus kas.*

JEL:G320

DOI: [10.20885/jsb.vol21.iss2.art6](https://doi.org/10.20885/jsb.vol21.iss2.art6)

Pendahuluan

Isu terkait diversifikasi usaha sudah banyak diteliti, diawali oleh Wernerfelt dan Montgomery (1988). Sebagian besar penelitian sebelumnya fokus pada pengaruh diversifikasi usaha terhadap nilai perusahaan dengan berbagai kontradiksi hasil (Berger & Ofek, 1995; Campa & Kedia, 2002; Graham, Lemmon, & Wolf, 2002; Lang & Stulz, 1994; Mansi & Reeb, 2002; Villalonga, 2004). Oweis (2012) mengklasifikasikan berbagai penelitian tersebut ke dalam empat gelombang. Gelombang pertama menemukan diversifikasi usaha menurunkan nilai perusahaan (Berger & Ofek, 1995; Lang & Stulz, 1994; Wernerfelt & Montgomery 1988). Gelombang kedua menjelaskan pengaruh negatif diversifikasi usaha terhadap nilai perusahaan dikarenakan perilaku *rent-seeking* dari manajer, serta adanya inefisiensi dalam alokasi sumber daya internal (Denis, Denis, & Sarin, 1997; May, 1995;

Scharfstein, 1999). Gelombang ketiga mulai muncul pertengahan. Sebagian peneliti menemukan diversifikasi usaha tidak mengurangi nilai perusahaan. Penurunan nilai yang terjadi lebih disebabkan oleh perbedaan karakteristik perusahaan, seperti ukuran, laba operasi, dan tingkat pertumbuhan (Campa & Kedia, 2002), likuiditas dan gaji eksekutif (Hyland & Diltz, 2002), serta kinerja perusahaan sebelum melakukan diversifikasi (Graham, Lemon, & Wolf, 2002). Temuan ini diperkuat oleh kelompok terakhir. Menurut mereka pengaruh negatif diversifikasi usaha terhadap nilai perusahaan tidak pernah benar-benar terjadi. Berbagai temuan negatif sebelumnya lebih disebabkan oleh pemilihan sampel yang bias, serta penggunaan instrumen pengukuran dan teknik ekonometrika yang kurang tepat (Mansi & Reeb, 2002; Schoar, 2002).

Penelitian ini melengkapi berbagai literatur sebelumnya dengan menganalisa dampak diversifikasi usaha terhadap biaya modal yang jumlahnya masih sangat terbatas. Menurut Hann, Ogneva, dan Ozbas (2013) hal ini dikarenakan adanya pandangan yang berkembang di berbagai penelitian sebelumnya bahwa bentuk perusahaan apakah itu bersifat segmen tunggal (tidak terdiversifikasi) atau multi-segmen (terdiversifikasi) tidak berpengaruh terhadap biaya modal. Lebih jauh Hann *et. al.* (2013) mengungkapkan berkembangnya pandangan tersebut disebabkan peneliti sebelumnya menggunakan konsep *merger* dalam menjelaskan pengaruh diversifikasi usaha terhadap risiko perusahaan, sebagaimana dilakukan oleh Higgins dan Schall (1975), Kim dan McConnell (1977), Ross, Westerfield, dan Jaffe, (2008), Schall (1972), serta Scott (1977). Berdasarkan perspektif *merger* perusahaan terdiversifikasi tetap dipandang sebagai entitas tunggal, sehingga kegiatan subsidi silang dan mekanisme pendanaan internal tidak bisa dilakukan. Dengan demikian, korelasi arus kas yang tidak sempurna antar unit bisnis dianggap hanya mampu mengurangi risiko *idiosyncratic*, sedangkan risiko sistematisnya tetap sama.

Dengan menggunakan pandangan berbeda, Hann *et. al.* (2013) menemukan perusahaan terdiversifikasi memiliki biaya modal lebih rendah dibanding perusahaan tidak terdiversifikasi. Risiko sistematis perusahaan terdiversifikasi dapat dikurangi melalui mekanisme *co-insurance* yang diperkenalkan oleh Lewellen (1971). Korelasi arus kas yang tidak sempurna antar unit bisnis dapat menurunkan variabilitas arus kas sehingga menurunkan risiko kebangkrutan melalui perataan laba (*income smoothing*). Dalam perspektif *co-insurance* setiap unit bisnis dipandang sebagai perusahaan dengan segmen tunggal, sehingga perusahaan terdiversifikasi merupakan kumpulan berbagai perusahaan dengan segmen tunggal. Ketika perusahaan memiliki beberapa unit bisnis, maka risiko akan tersebar ke berbagai unit bisnis. Pada kondisi krisis perusahaan terdiversifikasi memiliki kesempatan untuk melakukan subsidi silang dari unit bisnis yang surplus dana ke unit bisnis yang mengalami defisit, sehingga mengurangi probabilitas kebangkrutan. Pengurangan risiko perusahaan akan mengurangi biaya modal karena tingkat keuntungan yang disyaratkan investor berkorelasi positif dengan risiko.

Galai dan Masulis (1976), Higgins dan Schall (1975), serta Mansi dan Reeb (2002) yang juga menggunakan konsep *co-insurance* menemukan adanya pengaruh ganda dari diversifikasi usaha terhadap biaya modal. Di satu sisi penurunan risiko perusahaan akibat diversifikasi akan meningkatkan kapasitas utang dan atau mengurangi biaya utang, namun di sisi lain peningkatan utang akan meningkatkan risiko pemegang saham sehingga tingkat keuntungan yang disyaratkan akan meningkat. Dengan adanya pengaruh ganda tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menguji dampak akhirdari pengaruh tersebut secara keseluruhan.

Selain itu hasil penelitian Franco, Urcan, dan Vasvari (2010), Hann *et. al.* (2013), serta Leland (2007) menunjukkan kemampuan diversifikasi usaha dalam mengurangi risiko akan semakin besar ketika tingkat korelasi arus kas antar unit bisnis rendah. Dengan kata lain, tingkat korelasi arus kas mempengaruhi risiko sistematis. Perusahaan yang memiliki korelasi arus kas yang rendah antar unit bisnis memiliki kesempatan lebih besar untuk melakukan transfer sumber daya dari unit bisnis yang surplus ke unit bisnis yang mengalami defisit, sehingga manfaat *co-insurance* yang dihasilkan semakin besar. Hasil penelitian Matsusaka dan Nanda (2002), Stein (1997), serta Yan (2006) menunjukkan nilai perusahaan terdiversifikasi juga meningkat ketika perusahaan mengalami

kendala pendanaan tinggi. Hal ini dikarenakan pada kondisi tersebut biaya pendanaan dari sumber eksternal sangat tinggi, sehingga manfaat sumber pendanaan internal melalui diversifikasi usaha akan semakin besar.

Penelitian ini fokus pada pengujian pengaruh diversifikasi usaha terhadap biaya modal, dikaitkan dengan tingkat korelasi arus kas antar segmen usaha, serta kendala pendanaan. Ada tiga alasan utama yang mendasari penelitian ini. Pertama, menjawab pertanyaan mengapa perusahaan tetap melakukan diversifikasi usaha meskipun banyak hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Dalam upaya menjawab pertanyaan tersebut, keputusan diversifikasi kemudian dikaitkan dengan risiko dan biaya modal perusahaan. Hal ini diperkuat dengan berkembangnya fenomena konglomerasi di Indonesia yang ditandai dengan banyaknya korporasi bisnis yang menguasai berbagai sektor usaha. Alasan kedua mengapa penelitian ini relevan dilakukan, dikarenakan berbagai penelitian sebelumnya lebih banyak menyoroti isu kinerja. Hann *et. al.* (2013) menyebutkan penelitian mereka merupakan penelitian pertama yang menguji pengaruh diversifikasi usaha terhadap biaya modal dengan perspektif *co-insurance*. Alasan ketiga, Penelitian serupa masih jarang dilakukan dalam konteks negara berkembang, khususnya Indonesia. Padahal isu ini menjadi fenomena menarik untuk diteliti di negara tersebut. Kondisi pasar modal yang belum mapan, serta masih lemahnya regulasi terkait perlindungan investor menyebabkan mekanisme pendanaan internal menjadi sumber pendanaan dominan.

Reviu Literatur dan Pengembangan Hipotesis

Diversifikasi Usaha dan Biaya Modal

Ada dua mekanisme yang menjelaskan pengaruh diversifikasi usaha terhadap risiko perusahaan sehingga mengurangi biaya modal, yaitu melalui peningkatan kapasitas utang (Berger & Ofek, 1995; Franco, Urcan & Vasvari, 2010, Kuppuswamy & Villalonga, 2010) dan pemanfaatan sumber dana internal (Matsusaka & Nanda, 2002; Stein, 1997; Stulz, 1990). Peningkatan kapasitas utang dapat dilakukan karena perusahaan terdiversifikasi memiliki risiko lebih rendah akibat *co-insurance effect* (Lewellen, 1971). Kuppuswamy dan Villalonga (2010) menemukan risiko perusahaan terdiversifikasi lebih rendah dibanding perusahaan tidak terdiversifikasi ditunjukkan oleh peringkat obligasi yang lebih baik, sehingga memiliki kesempatan lebih besar untuk mengakses sumber dana eksternal dengan biaya lebih rendah. Pada kondisi normal, perusahaan akan merealisasikan kesempatan untuk meningkatkan utang agar mendapatkan manfaat pajak (Jahera & Lloyd, 1996; Kraus & Litzberger, 1973), serta meningkatkan efisiensi operasional dengan monitoring yang lebih baik (Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976). Kim & McConnel (1977) menemukan perusahaan dengan volatilitas laba yang relatif stabil memiliki kapasitas utang lebih tinggi. Hasil selaras ditunjukkan Shleifer dan Vishny (1992), perusahaan terdiversifikasi memiliki kapasitas utang lebih tinggi dibanding perusahaan tidak terdiversifikasi walaupun pada tingkat volatilitas arus kas yang sama.

Mekanisme kedua menjelaskan bahwa perusahaan terdiversifikasi bisa mendapatkan sumber pendanaan internal dengan biaya lebih murah pada saat krisis, melalui transfer sumber daya dari unit bisnis yang kelebihan dana ke unit bisnis yang kekurangan dana (Matsusaka & Nanda, 2002; Stein, 1997). Asumsi utama penelitian ini, diversifikasi usaha hanya berpengaruh terhadap biaya modal jika terjadi perubahan *leverage*. Sebagaimana dijelaskan oleh *co-insurance effect*, penurunan risiko perusahaan akan menurunkan biaya utang dan atau meningkatkan kapasitas utang. Di sisi lain, peningkatan *leverage* akan meningkatkan biaya kebangkrutan yang akan meningkatkan biaya ekuitas (Stulz, 1990). Penelitian ini meyakini penurunan nilai ekuitas dapat dikompensasi dengan peningkatan manfaat pajak yang diterima akibat penambahan utang. Oleh karena itu, hipotesis pertama diformulasikan sebagai berikut:
H₁: Diversifikasi usaha akan menurunkan biaya modal perusahaan.

Diversifikasi Usaha, Korelasi Arus Kas, dan Biaya Modal

Sebagaimana dijelaskan sebelumnya, diversifikasi usaha dapat mengurangi biaya modal melalui peningkatan kapasitas utang (Berger & Ofek, 1995; Franco *et. al.* 2010; Kuppuswamy & Villalonga, 2010; Lewellen, 1971). Seberapa besar peningkatan kapasitas utang ditentukan oleh kemampuan diversifikasi dalam menurunkan risiko sistematis, melalui pengurangan volatilitas arus kas (Franco *et. al.*, 2010). Dengan kata lain, korelasi arus kas merupakan salah satu komponen yang mempengaruhi risiko sistematis. Perusahaan yang menerapkan strategi diversifikasi tidak terkait memiliki korelasi arus kas lebih rendah antar unit bisnisnya dibanding diversifikasi terkait, sehingga memiliki kesempatan lebih besar untuk melakukan subsidi silang. Semakin rendah korelasi arus kas, risiko sistematis yang bisa dikurangi juga semakin tinggi, sehingga manfaat *co-insurance* semakin besar (Leland, 2007; Hann, Ogneva, & Ozbas 2013). Hasil penelitian Barton dan Gordon (1988) menunjukkan perusahaan yang melakukan diversifikasi tidak terkait memiliki proporsi utang lebih tinggi dibanding perusahaan yang melakukan diversifikasi terkait.

Pengaruh korelasi arus kas terhadap pengurangan risiko juga bisa dijelaskan dengan konsep pendanaan internal. Hasil penelitian Duchin (2010), Kuppuswamy dan Villalonga (2010), serta Rajan, Servaes, dan Zingales (2000) menunjukkan semakin rendah tingkat keterkaitan usaha, semakin besar manfaat *co-insurance*. Hal ini dikarenakan kemungkinan kesempatan investasi terjadi secara bersamaan semakin rendah. Ketika peluang investasi tidak tersedia secara simultan pada waktu yang sama, maka kemungkinan perusahaan mendapatkan sumber pendanaan internal semakin besar. Dengan demikian kemampuan diversifikasi usaha dalam mengurangi probabilitas kebangkrutan akan semakin tinggi. Hal ini mengindikasikan jika arus kas antar unit bisnis memiliki korelasi sempurna, maka risiko sistematis yang dihadapi perusahaan terdiversifikasi akan sama dengan perusahaan tidak terdiversifikasi, sehingga biaya modalnya juga akan sama. Oleh karena itu hipotesis kedua dirumuskan sebagai berikut:

H₂: Semakin tinggi tingkat korelasi arus kas antar unit bisnis, semakin lemah pengaruh diversifikasi usaha terhadap pengurangan biaya modal perusahaan.

Diversifikasi Usaha, Kendala Pendanaan, dan Biaya Modal

Sama halnya dengan korelasi arus kas, pengaruh kendala pendanaan terhadap diversifikasi usaha dan biaya modal juga dijelaskan oleh dua mekanisme. Pertama, perusahaan terdiversifikasi memiliki kapasitas utang lebih tinggi dan atau biaya utang lebih rendah akibat *co-insurance effect* (Berger & Ofek, 1995; Franco *et. al.*, 2010; Kuppuswamy & Villalonga, 2010; Lewellen, 1971). Pada tingkat kendala pendanaan yang sama, perusahaan terdiversifikasi dengan risiko lebih rendah, memiliki probabilitas lebih besar untuk mendapatkan sumber pendanaan eksternal dengan biaya lebih murah dibanding perusahaan tidak terdiversifikasi (Yan, 2006).

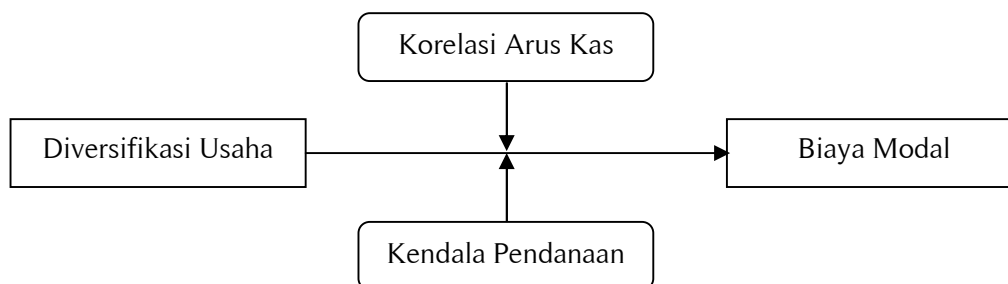
Mekanisme kedua berkaitan dengan sumber pendanaan internal. Perusahaan dengan tingkat kendala pendanaan tinggi, sangat bergantung pada sumber internal untuk menghindari tingginya biaya pendanaan eksternal (Matsusaka & Nanda, 2002; Stein, 1997). Perusahaan terdiversifikasi memiliki akses lebih besar terhadap sumber internal yang dapat mengurangi biaya modal (Hoshi, Kashyap, & Scharfstein, 1991; Leland, 2007). Menurut Shin dan Stulz (1998) dengan adanya subsidi silang sumber daya, perusahaan terdiversifikasi dimungkinkan untuk merealisasikan kesempatan investasi dari berbagai unit bisnis walaupun unit bisnis tersebut mengalami kendala pendanaan.

Hann *et. al.* (2013) menemukan manfaat *co-insurance* dari diversifikasi usaha akan semakin besar ketika perusahaan menghadapi kendala pendanaan tinggi. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan tingkat kendala pendanaan tinggi memiliki kemungkinan lebih besar terjadinya *financial distress*. Hasil selaras ditunjukkan Stein (1997), sumber pendanaan internal memberikan manfaat lebih besar bagi perusahaan dengan kendala pendanaan tinggi. Kuppuswamy dan Villalonga (2010) yang meneliti terkait diversifikasi usaha, kendala pendanaan, dan nilai perusahaan menemukan hasil konsisten dengan 3 temuan utama. Pertama, pengaruh diversifikasi usaha terhadap nilai perusahaan akan semakin kuat ketika terjadi krisis. Hal ini dikarenakan meningkatnya kendala pendanaan pada

saat krisis, sehingga manfaat sumber dana internal semakin besar. Kedua, kegiatan alokasi sumber dana internal semakin efisien pada saat krisis, karena tingginya biaya modal eksternal. Terakhir, *debtholders* lebih memilih berinvestasi pada perusahaan terdiversifikasi dibanding perusahaan tidak terdiversifikasi pada saat krisis. Oleh karena itu, hipotesis ketiga dirumuskan sebagai berikut:

H₃: Semakin tinggi kendala pendanaan yang dihadapi perusahaan, semakin kuat pengaruh diversifikasi usaha terhadap pengurangan biaya modal.

Berdasarkan 3 hipotesis di atas, rerangka penelitian digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1. Rerangka Penelitian

Metode Penelitian

Data dan Sampel

Sampel penelitian adalah seluruh perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2008–2014. Sektor keuangan dikeluarkan dari sampel dikarenakan masuk dalam kategori *highly regulated*, sehingga memiliki karakteristik berbeda, khususnya terkait pendanaan. Pada dasarnya data yang digunakan untuk pengujian hipotesis hanya 2010-2014, namun data dua periode sebelumnya (2008-2009) diperlukan untuk mengestimasi nilai korelasi arus kas dan biaya ekuitas pada periode *t*. Data bersifat panel dan diambil dari *website* BEI, Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), OSIRIS, dan Yahoo finance. Metode *purposive sampling* digunakan dalam pengumpulan sampel, dengan kriteria sebagai berikut: a) Perusahaan tidak bergerak di industri keuangan, dan tidak memiliki unit bisnis yang bergerak di industri tersebut. b) Memiliki lebih dari 2 segmen usaha secara konsisten selama periode pengamatan, dan adanya kontinuitas usaha segmen minimal 3 tahun berturut-turut. c) Perusahaan mengungkapkan informasi penjualan, laba usaha, depresiasi, dan amortisasi dari tiap segmen di dalam laporan keuangan tahunan.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Biaya modal

Biaya modal dihitung dengan formula WACC (*weighted average cost of capital*) yang merupakan hasil penjumlahan dari rata-rata tertimbang biaya utang dan biaya ekuitas (Ehrhardt & Brigham, 2011) (Persamaan 1, 2, dan 3). Biaya utang merupakan rata-rata tertimbang dari biaya utang bank dan biaya obligasi. Biaya utang bank dihitung sebesar tingkat bunga utang jangka panjang setelah dikurangi pajak (Persamaan 4). Biaya utang obligasi dihitung sebesar *yield to maturity* (YTM) (Persamaan 5). Sedangkan biaya ekuitas dihitung dengan *capital asset pricing model* (CAPM) (Persamaan 6). Sebagaimana diketahui, tidak semua perusahaan di Indonesia menerbitkan obligasi, maka peneliti menggunakan pengukuran biaya utang alternatif yang dihitung dari total beban bunga yang dikeluarkan perusahaan dibandingkan dengan total utang jangka panjang (Persamaan 7).

$$WACC = \text{weighted average COD} + \text{weighted average COE} \quad (1)$$

$$\text{Weighted average COD} = \frac{\text{Nilai pasar utang}}{\text{Nilai pasar utang} + \text{Nilai pasar ekuitas}} \times (\text{COD}) \quad (2)$$

$$\text{Weighted average COE} = \frac{\text{Nilai pasar ekuitas}}{\text{Nilai pasar utang} + \text{Nilai pasar ekuitas}} \times (\text{COE}) \quad (3)$$

$$\text{Cost of Bank's Debt} = \text{Interest rate} - \text{tax savings} \quad (4)$$

$$Vb = \sum_{n=1}^N \left(\frac{\text{INT}}{(1+\text{YTM}_t)^t} + \frac{M}{(1+\text{YTM}_n)^n} \right) \quad (5)$$

$$E(R)_{i,t} = R_{ft} + \beta(R_{mt} - R_{ft}) \quad (6)$$

$$\text{Cost of Debt} = \frac{\text{Total interest expense}}{\text{Total long-term debt}} \times (1 - \text{tax}) \quad (7)$$

Keterangan;

COD = *Cost of debt* (biaya utang)

COE = *Cost of equity* (biaya ekuitas)

Vb = Harga obligasi

INT = Tingkat bunga/*coupon rate*

M = Nilai nominal

E(R) = *Expected return* (biaya ekuitas)

Rf = *Risk free rate* (tingkat keuntungan bebas risiko yang diukur dengan tingkat bunga obligasi pemerintah dengan *maturity* rata-rata 10 tahun.

Rm = Tingkat keuntungan pasar yang diperoleh dari *return* IHSG

β = Beta atau risiko sistematis yang diukur dengan sensitivitas perubahan *return* saham terhadap pergerakan *return* pasar berdasarkan model regresi.

Diversifikasi usaha

Diversifikasi usaha diukur dengan 2 cara, yaitu berdasarkan jumlah segmen usaha dan indeks Herfindahl (Berger & Ofek, 1995; Denis *et. al.*, 1997; Franco *et. al.*, 2010; Mansi & Reeb, 2002). Indeks Herfindahl dihitung dari jumlah kuadrat penjualan masing-masing segmen dibagi dengan kuadrat total penjualan perusahaan (Persamaan 8).

$$HI = \sum_{n=1}^N \left(\frac{\text{segsales}}{\text{total sales}} \right)^2 \quad (8)$$

Korelasi arus kas dan kendala pendanaan

Korelasi arus kas diukur dengan *pearson correlation* dari EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*) (Franco *et. al.*, 2010; Kini & Williams, 2012). Kendala pendanaan diukur dengan 3 cara, yaitu peringkat obligasi, rasio keuangan, serta rasio pembayaran dividen. Berdasarkan data BEI 2010-2014, jumlah perusahaan yang menerbitkan obligasi sangat terbatas. Oleh karena itu, peneliti menggunakan metode alternatif untuk klasifikasi kendala pendanaan dengan rasio keuangan. Ada 5 rasio utama yang menentukan peringkat obligasi, yaitu *coverage*, *leverage*, likuiditas, profitabilitas, dan *cash flow-to-debt-ratio* (Bodie, Kane & Marcus, 2011). Penelitian ini menggunakan 2 rasio sebagai alternatif peringkat obligasi, yaitu *coverage ratio* dan rasio likuiditas untuk menghindari terjadinya korelasi yang tinggi dengan variabel kontrol. *Coverage ratio* diukur dengan *times interest earned* (TIE) dan rasio likuiditas diukur dengan *current ratio*. Metode ketiga, kendala pendanaan diukur berdasarkan rasio pembayaran dividen (Kuppuswamy & Villalonga, 2010).

Variabel kontrol

Ada 4 variabel kontrol yang digunakan mengacu pada Franco *et. al.* (2010), Hannet. *al.* (2013), serta Kuppuswamy dan Villalonga (2010), yaitu *leverage*, kinerja perusahaan, ukuran perusahaan, dan *market-to-book ratio*. *Leverage* dihitung dengan formula Hannet. *al.* (2013) (9).

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Nilai buku utang jangka panjang}}{\text{Nilai buku utang jangka panjang} + \text{Nilai pasar ekuitas}} \quad (9)$$

Kinerja perusahaan diukur dengan *return on assets* (ROA), untuk mengontrol kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Semakin tinggi profitabilitas maka semakin rendah probabilitas kebangkrutan. Ukuran perusahaan diukur dengan *logarithm natural* dari total aset perusahaan. *Market-to-book ratio* yang merepresentasikan kesempatan perusahaan untuk tumbuh dijadikan indikator risiko perusahaan.

Teknik analisis data

Selanjutnya dikembangkan model pengujian hipotesis untuk regresi panel yang dilakukan secara bertahap. Model I untuk pengujian hipotesis pertama (Persamaan 10), model II untuk pengujian hipotesis kedua (Persamaan 11), model III untuk pengujian hipotesis ketiga (Persamaan 12), dan model IV untuk pengujian secara menyeluruh (Persamaan 13).

Model I

$$COC_{it} = \beta_1 - \beta_2 DIVER_{it} + \beta_3 LEV_{it} - \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 MB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

Model II

$$COC_{it} = \beta_1 - \beta_2 DIVER_{it} + \beta_3 CFC_{it} + \beta_5 LEV_{it} - \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 MB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

Model III

$$COC_{it} = \beta_1 - \beta_2 DIVER_{it} + \beta_3 FCON_{it} + \beta_5 LEV_{it} - \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 MB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

Model IV

$$COC_{it} = \beta_1 - \beta_2 DIVER_{it} + \beta_3 CFC_{it} + \beta_4 FCON_{it} - \beta_5 (CFC * DIVER)_{it} + \beta_6 (FCON * DIVER)_{it} + \beta_7 LEV_{it} - \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} MB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

Keterangan:

COC : *Cost of capital* (biaya modal)

DIVER : Tingkat diversifikasi usaha

CFC : *Cash flow correlation* (tingkat korelasi arus kas antar unit bisnis)

FCON : *Financial constraints* (kendala pendanaan)

LEV : *Leverage*

ROA : *Return on assets* (kinerja perusahaan)

SIZE : Ukuran perusahaan

MB : *Market-to-book ratio*

Hasil pengujian asumsi klasik, menunjukkan adanya permasalahan terkait normalitas data dan autokorelasi. Karena asumsi normalitas pada data panel memang sulit dicapai, peneliti fokus pada masalah autokorelasi. Menurut Gujarati dan Porter (2011) estimasi dalam kondisi autokorelasi dapat memberikan hasil yang bias dikarenakan varians dari beta estimator menjadi terlalu besar. Hal ini menyebabkan interval kepercayaan menjadi lebih tinggi, atau dengan kata lain nilai t-statistik menjadi lebih kecil dari seharusnya, sehingga secara statistik terlihat tidak signifikan, yang mengarah pada penarikan kesimpulan yang salah. Oleh sebab itu model penelitian ini diuji dengan menggunakan FGLS (*Feasible Generalized Least Square*) dengan pendekatan *fixed effect* berdasarkan hasil pengujian *chow-test* dan *hausman-test*. Pengaruh moderasi diuji dengan metode pemisahan sampel berdasarkan kategori perusahaan yang memiliki korelasi arus kas tinggi, korelasi arus kas rendah, kendala pendanaan tinggi, dan kendala pendanaan rendah dengan median sebagai nilai *cut-off*. Kemudian hipotesis diuji pada masing-masing sub-sampel, sehingga terdapat empat hasil pengujian.

Hasil Penelitian Dan Pembahasan

Statistik Deskriptif

Hasil statistik deskriptif yang disajikan pada tabel 1 menunjukkan rata-rata biaya modal perusahaan terdiversifikasi 11,5%. Jika dilihat selisih biaya modal terendah dengan tertinggi, menunjukkan tingkat variasi yang masih tinggi 30,8%. Variabel diversifikasi usaha menunjukkan rata-rata perusahaan memiliki 4 segmen usaha. Hanya 3 perusahaan yang memiliki lebih dari 6 segmen, yaitu PT Intiland Development (7 segmen), PT Japfa Comfeed Indonesia (8 segmen), dan PT Indofood Sukses Makmur (9 segmen). Hasil selaras ditunjukkan oleh nilai indeks herfindahl yang telah dikurangi 1. Rata-rata indeks yang rendah ($<0,5$) mengindikasikan tingkat diversifikasi yang rendah. Nilai indeks herfindahl dari kelompok P75 sekalipun yang merupakan nilai rata-rata kategori 25% tertinggi masih tergolong diversifikasi moderat ($<0,8$). Selisih nilai indeks tertinggi dengan nilai terendah juga sangat tinggi (0,795). Hal ini dikarenakan ada beberapa perusahaan yang walaupun memiliki lebih dari 2 segmen usaha, namun penjualannya 90% lebih masih dihasilkan oleh segmen utama, seperti PT Perusahaan Gas Negara (Persero), PT Berlian Laju Tanker, dan PT Barito Pacific.

Variabel korelasi arus kas menunjukkan tingkat korelasi arus kas antar segmen usaha yang cukup tinggi (0,815). Hal ini mengindikasikan secara rata-rata kegiatan diversifikasi masih bergerak di bidang usaha dengan tingkat keterkaitan yang tinggi. Jika dilihat dari nilai P75, 25% dari total observasi memiliki korelasi arus kas yang bahkan mendekati 1. Variabel kendala pendanaan menunjukkan hanya 32% dari sampel yang melakukan pembayaran dividen. Artinya 68% dari total observasi merupakan perusahaan yang mengalami kendala pendanaan. Jika mengacu pada rasio likuiditas dan *coverage ratio*, secara rata-rata perusahaan sampel tidak mengalami kendala pendanaan, dengan menggunakan nilai 1 sebagai *cut-off*. Nilai 1 dijadikan *cut-off* karena pada nilai tersebut perusahaan dianggap mampu melunasi seluruh beban tetap dan liabilitas jangka pendek yang dimilikinya. Variabel *leverage* menunjukkan nilai rata-rata 0,36 mengindikasikan proporsi utang di dalam perusahaan masih tergolong rendah dibanding ekuitas. Jika dilihat dari nilai minimum *leverage*, ada perusahaan yang struktur modalnya sepenuhnya (100%) terdiri dari ekuitas.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	SD	MIN	MAX	P25	P50	P75
Pengukuran diversifikasi							
Jumlah Segmen	3,923	1,085	3	9	3	3,661	5,21
1-Ind. Herfindahl	0,453	0,167	0,012	0,807	0,229	0,466	0,652
Kendala pendanaan							
<i>Div. paid dummy</i>	0,675	0,469	0	1	0	0,0848	1
<i>Current ratio</i>	1,99	2,153	0,145	22,015	0,794	1,519	4,136
<i>Times interest</i>	15,3	83,663	-6,452	1124,33	-0,046	4,224	57,5
Kor. arus kas	0,815	0,094	0,537	0,99	0,554	0,795	0,941
Karakteristik perusahaan							
<i>Leverage</i>	0,36	0,251	0	0,935	0,067	0,304	0,702
<i>Return on assets</i>	0,038	0,111	-0,654	0,316	-0,063	0,041	0,143
<i>Size (Ln tot. aset)</i>	29,353	1,442	25,716	32,579	27,262	29,379	31,047
<i>Market-to-book</i>	1,765	1,958	-0,581	19,573	0,344	1,262	4,207
Biaya Modal							
WACC 1	0,116	0,041	0,042	0,35	0,068	0,114	0,165
WACC 2	0,115	0,041	0,04	0,35	0,071	0,113	0,162
WACC 3	0,114	0,038	0,047	0,329	0,067	0,112	0,164
WACC 4	0,114	0,038	0,04	0,329	0,071	0,111	0,16

Sumber : Hasil olah data

Tabel 1 menyajikan statistik deskriptif variabel penelitian. Indeks herfindahl merupakan hasil kuadrat dari akumulasi penjualan tiap segmen dibagi penjualan total dikurangi 1. WACC merupakan *weighted average* biaya utang dan biaya ekuitas. Biaya ekuitas dihitung dengan CAPM. Biaya utang dihitung dengan (1) total beban bunga dibagi total utang jangka panjang, dan (2) *weighted average* biaya utang bank dengan biaya obligasi. WACC 1 menggunakan biaya utang (1) dikurangi *effective tax rate*. WACC 2 menggunakan biaya utang (1) dikurangi tingkat pajak standar. WACC 3 menggunakan biaya utang (2) dikurangi *effective tax rate*. WACC 4 menggunakan biaya utang (2) dikurangi tingkat pajak standar. Korelasi arus kas dihitung dari nilai rata-rata korelasi EBITDA antar segmen yang diabsolutkan selama 3 periode berturut-turut (periode t_{-2} hingga t_0). Kendala pendanaan dihitung dengan variabel dummy (1 untuk yang tidak membayarkan dividen (mengalami kendala pendanaan), dan 0 untuk yang membayarkan dividen (tidak mengalami kendala pendanaan).

Diversifikasi Usaha dan Biaya Modal

Tabel 2 menunjukkan dari dua proxi diversifikasi usaha, hanya jumlah segmen yang berpengaruh signifikan terhadap biaya modal, namun dengan arah yang positif. Temuan ini mengindikasikan semakin terdiversifikasi suatu perusahaan, biaya modal secara rata-rata justru semakin meningkat. Indeks herfindahl juga menunjukkan pengaruh positif, namun tidak signifikan. Berdasarkan hasil tersebut, hipotesis pertama penelitian ini tidak terdukung. Hasil penelitian ini berbeda dengan Hann *et. al.* (2013) yang menemukan pengaruh negatif dari diversifikasi usaha terhadap biaya modal. Perbedaan arah pengaruh ini dapat dijelaskan dengan 3 alasan berdasarkan kerangka konseptual dan empiris yang dibangun dalam model penelitian ini.

Tabel 2. Hasil Regresi Diversifikasi Usaha dengan Biaya Modal

	WACC 1		WACC 2		COD 1		COD 2		COE	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Jumlah Segmen	0,01*** (3,22)		0,01** (2,21)		-0,01* (1,86)		-0,01 (0,47)		0,01*** (3,44)	
Indeks Herfindahl		0,02 (1,29)		0,02 (1,52)		-0,08** (2,37)		-0,03 (1,15)		0,04** (2,07)
Leverage	-0,1*** (6,37)	-0,1*** (7,08)	-0,1*** (6,43)	-0,1*** (7,46)	-0,1*** (2,83)	-0,1*** (2,74)	-0,1*** (3,86)	-0,1*** (5,3)	0,03* (1,82)	0,03* (1,88)
Return on Assets	-0,02 (1,38)	-0,01 (0,87)	-0,02 (1,22)	-0,02 (1,08)	-0,03 (1,13)	-0,03 (1,13)	-0,04 (1,32)	0,05** (2,1)	0,02 (1,42)	0,03* (1,84)
Total Aset (Ln)	0,02*** (6,64)	0,02*** (5,79)	0,02*** (5,87)	0,02*** (5,77)	0,01 (0,39)	0,01 (1,19)	0,01 (0,43)	0,01 (0,09)	0,03*** (6,5)	0,03*** (6,4)
Market to Book	-0,01 (1,413)	-0,01 (1,41)	-0,01 (1,06)	-0,01 (1,13)	0,01* (1,91)	0,01* (1,79)	0,01 (1,47)	0,01 (0,88)	-0,01 (1,1)	-0,01 (0,24)
C	-0,5*** (5,24)	-0,5*** (4,4)	-0,5*** (4,5)	-0,4*** (4,2)	0,08 (0,5)	0,03 (0,17)	0,187 (1,3)	0,14 (1,04)	-0,9*** (5,75)	-0,8*** (5,6)
N	225	225	225	225	225	225	225	225	225	225
Obser. fixed effec	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adjusted R2	0,86	0,83	0,85	0,86	0,65	0,68	0,69	0,74	0,76	0,77

***, **, * berturut-turut signifikan pada 1%, 5%, dan 10%

Nilai *t-statistic* disajikan dalam kurung

Tabel 2 menyajikan hasil analisis regresi multivariat dengan 3 variabel dependen, yaitu biaya modal rata-rata (WACC), biaya utang, dan biaya ekuitas. Diversifikasi usaha sebagai variabel independen diukur dengan 2 proxy, yaitu jumlah segmen dan indeks herfindahl. Indeks herfindahl merupakan hasil kuadrat dari akumulasi penjualan tiap segmen dibagi dengan penjualan total dikurangi 1.

Konsep *co-insurance* menjelaskan diversifikasi usaha akan menurunkan variabilitas arus kas sehingga menurunkan risiko perusahaan yang berdampak terhadap peningkatan kapasitas utang atau penurunan biaya utang. Di sisi lain, peningkatan utang akan meningkatkan risiko pemegang saham sehingga meningkatkan biaya ekuitas. Dengan adanya pengaruh ganda tersebut, maka dilakukan model pengujian terpisah antara biaya utang dan biaya ekuitas. Hasil pengujian mendukung hipotesis tersebut. Diversifikasi usaha berpengaruh negatif terhadap biaya utang dan berpengaruh positif terhadap biaya ekuitas. Jika mengacu pada nilai t-statistik, pengaruh diversifikasi terhadap peningkatan biaya ekuitas lebih kuat dibanding penurunan biaya utang. Oleh karena itu, secara rata-rata biaya modal justru semakin meningkat. Temuan Galai dan Masulis (1976), Higgins dan Schall (1975), serta Mansi dan Reeb (2002) yang menemukan adanya dampak ganda dari diversifikasi usaha mendukung hasil penelitian ini. Jika mengacu pada *leverage* perusahaan yang rata-rata hanya 36%, bahkan ada yang tidak menggunakan utang, bisa jadi perusahaan belum mengoptimalkan kesempatan peningkatan kapasitas utang.

Alasan kedua dari perbedaan arah pengaruh tersebut dapat dijelaskan dengan teori keagenan dan pasar pendanaan internal sebagaimana dijelaskan oleh Amihud dan Lev (1999), Berger dan Ofek (1995), serta Mansi dan Reeb (2002). Mekanisme pendanaan internal pada perusahaan terdiversifikasi bisa meningkatkan biaya modal ketika terjadi konflik antar manajer divisi sehingga alokasi sumber daya menjadi tidak efisien. Konflik kepentingan yang terjadi bisa mempengaruhi keputusan transfer sumber daya yang tidak lagi didasarkan pada pertimbangan kinerja, namun bisa jadi faktor lain seperti kedekatan hubungan antar manajer divisi. Jika kebijakan subsidi silang tidak dilakukan secara efisien, diversifikasi justru akan meningkatkan risiko perusahaan. Sebagaimana ditunjukkan oleh Meyer, Milgrom dan Roberts (1992) kerugian yang dialami perusahaan tidak terdiversifikasi lebih rendah dibanding perusahaan terdiversifikasi, ketika subsidi silang sumber daya dilakukan dari unit bisnis yang kinerjanya bagus ke unit bisnis yang kinerjanya buruk.

Alasan ketiga, manfaat *co-insurance* dalam mengurangi risiko kebangkrutan akan sangat terasa dampaknya pada situasi krisis. Sedangkan pada situasi normal, risiko yang dihadapi perusahaan tidak terdiversifikasi bisa jadi sama dengan perusahaan terdiversifikasi. Namun, alasan kedua dan ketiga ini tidak didukung oleh hasil pengujian secara statistik karena keterbatasan data yang dimiliki peneliti. Hal ini diakui sebagai salah satu keterbatasan yang bisa dikembangkan untuk penelitian selanjutnya.

Diversifikasi Usaha, Korelasi Arus Kas, dan Biaya Modal

Sebagaimana dijelaskan sebelumnya, mekanisme pengaruh diversifikasi usaha terhadap biaya modal disebabkan oleh *co-insurance effect*. Salah satu cara untuk menguji apakah memang terjadi *co-insurance effect* atau tidak adalah dengan melihat hubungan biaya modal dengan korelasi arus kas (Franco *et. al.*, 2010; Hann *et. al.*, 2013). Jika semakin tinggi korelasi arus kas, biaya modal juga semakin meningkat, maka terjadi *co-insurance effect*. Hal ini dikarenakan tujuan utama dari *co-insurance* adalah mengurangi risiko perusahaan melalui pengurangan variabilitas arus kas. Semakin tinggi korelasi arus kas maka kemampuan diversifikasi dalam mengurangi variabilitas arus kas akan semakin rendah.

Hasil pada tabel 3 panel A -perusahaan dengan tingkat korelasi arus kas rendah- menunjukkan diversifikasi usaha berpengaruh positif terhadap biaya ekuitas dan biaya modal keseluruhan, dan berpengaruh negatif terhadap biaya utang. Namun pengaruh signifikan hanya ditunjukkan oleh jumlah segmen. Sedangkan indeks herfindahl menunjukkan arah pengaruh yang sama, namun tidak signifikan. Pada panel B -perusahaan yang memiliki korelasi arus kas tinggi- tidak ditemukan adanya pengaruh signifikan dari kedua proksi diversifikasi yang digunakan. Temuan tersebut mengindikasikan diversifikasi usaha pada perusahaan yang memiliki korelasi arus kas yang rendah antar segmennya memberikan manfaat *co-insurance* lebih besar. Hasil ini didukung oleh temuan Franco *et. al.* (2010), Hann *et. al.* (2013), serta Leland (2007).

Tabel 3. Hasil Regresi Diversifikasi Usaha dan Korelasi Arus Kasterhadap Biaya Modal

	WACC 1		WACC 2		COD 1		COD 2		COE	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Panel A. Korelasi Arus Kas Rendah										
Jml Segmen	0,01**		0,01**		-0,01**		-0,01*		0,01***	
	(2,61)		(2,24)		(2,27)		(1,92)		(4,24)	
Indeks Herfindahl		0,01		0,01		-0,08*		-0,04		0,02
		(0,62)		(0,77)		(1,73)		(1,04)		(0,96)
Leverage	-0,08***	-0,08***	-0,07***	-0,08***	-0,15***	-0,15***	-0,11**	-0,11**	0,03*	0,03*
	(5,05)	(5,05)	(4,27)	(4,72)	(3,09)	(3,02)	(2,56)	(2,45)	(1,82)	(1,71)
Return on Assets	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	0,01	0,03	0,01	0,02	-0,01	0,04
	(0,56)	(0,48)	(0,18)	(0,27)	(0,13)	(0,6)	(0,14)	(0,32)	(0,34)	(0,02)
Total Aset(Ln)	0,02***	0,02***	0,02***	0,02***	-0,02**	-0,01	-0,02**	-0,01*	0,04***	0,04***
	(5,14)	(4,18)	(5,02)	(4,11)	(2,05)	(1,38)	(2,3)	(1,73)	(6,37)	(5,65)
Book to Market	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	0,01	0,01	0,01*	0,01	-0,01	-0,01
	(0,98)	(0,79)	(0,62)	(0,62)	(1,36)	(1,22)	(1,74)	(1,52)	(1,05)	(0,47)
C	-0,6***	-0,5***	-0,55***	-0,45***	0,87***	0,65*	0,78***	0,6**	-1,13***	-0,98***
	(4,09)	(3,19)	(3,94)	(3,06)	(2,65)	(1,91)	(2,91)	(2,28)	(5,74)	(4,93)
N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Obs. Fix. Ef	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adjusted R2	0,84	0,82	0,85	0,83	0,6	0,57	0,62	0,61	0,77	0,74
Panel B. Korelasi Arus Kas Tinggi										
Jml Segmen	0,01		0,01		0,01		-0,01		0,01*	
	(1,59)		(0,94)		(0,32)		(0,11)		(1,83)	
Indeks Herfindahl		0,03		0,03		-0,03		0,01		0,06
		(0,77)		(0,95)		(0,73)		(0,21)		(1,59)
Leverage	-0,08***	-0,09***	-0,1***	-0,1***	-0,02	-0,02	-0,05*	-0,04*	0,01	-0,01
	(3,47)	(3,79)	(4,25)	(4,42)	(0,68)	(0,64)	(1,86)	(1,82)	(0,12)	(0,16)
Return on Assets	-0,03	-0,03	-0,04	-0,03	-0,04	-0,04	-0,04	-0,03	0,04**	0,05*
	(1,15)	(1,08)	(1,35)	(1,15)	(1,1)	(1,02)	(1,06)	(0,86)	(2,19)	(1,9)
Total Aset (Ln)	0,02**	0,01**	0,01**	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,03***	0,02**
	(2,29)	(2,08)	(2,02)	(1,65)	(0,88)	(1,22)	(0,53)	(0,84)	(3,11)	(2,16)
Book to Market	-0,01	-0,01*	-0,01*	-0,01*	0,01	0,01	0,01	0,01	-0,01	-0,01
	(1,56)	(1,73)	(1,79)	(1,84)	(1,17)	(1,51)	(0,56)	(0,88)	(0,72)	(0,8)
C	-0,39*	-0,32	-0,29	-0,18	-0,13	-0,16	-0,02	-0,08	-0,69***	-0,45*
	(1,72)	(1,44)	(1,33)	(0,92)	(0,53)	(0,76)	(0,09)	(0,37)	(2,69)	(1,77)
N	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
Obs. Fix. Ef	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adjusted R2	0,67	0,66	0,66	0,66	0,64	0,67	0,61	0,64	0,69	0,67

***, **, * berturut-turut signifikan pada 1%, 5%, dan 10%

Nilai *t-statistic* disajikan dalam kurung

Diversifikasi Usaha, Kendala Pendanaan, dan Biaya Modal

Selanjutnya dilakukan pengujian dengan pemisahan sampel ke dalam dua kategori, yaitu *financially constrained* dan *unfinancially constrained* berdasarkan rasio pembayaran dividen, rasio likuiditas, dan *coverage ratio*. Dalam pengklasifikasian, nilai median digunakan sebagai *cut-off*. Perusahaan yang memiliki rasio di bawah nilai *cut-off* dianggap *financially constrained* atau mengalami kendala pendanaan. Untuk peringkat obligasi, karena terbatasnya jumlah perusahaan yang menerbitkan obligasi, hanya 18 dari 45 perusahaan, maka tidak dilakukan pemisahan sampel. Berdasarkan hasil pengujian, tidak ditemukan adanya pengaruh signifikan secara konsisten pada keseluruhan model untuk variabel peringkat obligasi, baik dengan maupun tanpa interaksi. Hal ini bisa jadi disebabkan oleh terbatasnya jumlah perusahaan sampel yang menerbitkan obligasi.

Tabel 4 panel A menunjukkan diversifikasi usaha berpengaruh signifikan terhadap biaya modal secara konsisten, baik dilihat dari jumlah segmen maupun indeks herfindahl, pada perusahaan yang memiliki rasio pembayaran dividen yang rendah. Sebaliknya, pada panel B yang terdiri dari perusahaan dengan rasio pembayaran dividen tinggi tidak ditemukan adanya pengaruh

signifikan pada keseluruhan model. Hal ini mengindikasikan manfaat diversifikasi usaha lebih terlihat ketika perusahaan mengalami kendala pendanaan tinggi.

Tabel 4. Hasil Regresi Diversifikasi Usaha dan Rasio Pembayaran Dividenderhadap Biaya Modal

	WACC 1		WACC 2		COD 1		COD 2		COE	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Panel A. Low Dividen Payout (Financially Constrained)										
Jumlah Segmen	0,01*** (3,01)		0,01*** (2,64)		-0,01** (2,31)		-0,01* (1,77)		0,01*** (3,5)	
IndeksHerfindahl		0,03** (2,03)		0,03** (2,24)		-0,03 (1,13)		0,01 (0,28)		0,04* (1,82)
Leverage	-0,08*** (5,92)	-0,09*** (6,26)	-0,09*** (6,3)	-0,09*** (6,86)	-0,03* (1,8)	-0,03* (1,66)	-0,05*** (3,24)	-0,05*** (3,19)	0,02 (1,15)	0,02 (0,96)
Return on Assets	-0,01 (0,93)	-0,01 (0,85)	-0,01 (0,88)	0,02 (1,04)	-0,01 (0,48)	-0,01 (0,68)	-0,01 (0,13)	0,01 (0,24)	0,03* (1,81)	0,03 (1,43)
Total Aset (Ln)	0,02*** (5,6)	0,02*** (5,14)	0,02*** (4,87)	0,02*** (4,72)	-0,01 (0,1)	-0,01 (0,55)	-0,01 (1,13)	-0,01 (1,48)	0,03*** (4,84)	0,02*** (4,21)
Market to book	-0,01* (1,74)	-0,01 (1,52)	-0,01 (1,46)	-0,01 (1,44)	0,01*** (3,37)	0,01*** (3,06)	0,01** (2,4)	0,01** (2,18)	-0,01* (1,78)	-0,01 (0,66)
C	-0,62*** (4,63)	-0,51*** (3,99)	-0,48*** (3,8)	-0,44*** (3,55)	0,13 (1,4)	0,04 (0,39)	0,22** (2,26)	0,2*** (2,64)	-0,78*** (4,27)	-0,6*** (3,51)
N	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
Obser. fixed effec	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adjusted R2	0,83	0,86	0,85	0,87	0,84	0,81	0,88	0,82	0,74	0,77
Panel B. High Dividen Payout (Unfinancially Constrained)										
Jumlah Segmen	-0,01 (0,16)		-0,01 (0,09)		-0,01 (0,26)		-0,01 (0,32)		-0,01 (0,52)	
Indeks Herfindahl		-0,04 (1,51)		-0,05 (1,65)		-0,02 (0,17)		-0,01 (0,07)		-0,01 (0,13)
Leverage	-0,01 (0,45)	-0,01 (0,08)	-0,02 (0,63)	-0,01 (0,04)	-0,1 (1,26)	-0,06 (0,72)	-0,1 (1,27)	-0,05 (0,68)	0,06* (1,67)	0,06 (1,6)
Return on Assets	0,04 (0,58)	0,09 (1,22)	0,02 (0,36)	0,07 (0,99)	-0,27* (1,77)	-0,22 (1,27)	-0,32** (2,37)	-0,28* (1,74)	0,16* (1,73)	0,15 (1,65)
Total Aset (Ln)	0,01 (1,24)	0,01 (1,55)	0,01 (1,24)	0,01 (1,57)	-0,04* (1,94)	-0,04* (1,91)	-0,05** (2,36)	-0,05** (2,29)	0,04*** (3,46)	0,04*** (3,55)
Market to book	0,01 (1,08)	0,01 (0,89)	0,01 (1,13)	0,01 (0,94)	-0,01 (0,82)	-0,01 (0,61)	-0,01 (1,14)	-0,01 (0,87)	0,01 (0,95)	0,01 (1,03)
C	-0,2 (0,76)	-0,27 (1,02)	-0,19 (0,73)	-0,26 (1,02)	1,44** (2,28)	1,47** (2,18)	1,6*** (2,72)	1,6 (2,55)	-1,1*** (3,13)	-1,14*** (3,25)
N	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Obser. fixed effec	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adjusted R2	0,63	0,62	0,65	0,63	0,56	0,52	0,57	0,53	0,66	0,66

***, **, * berturut-turut signifikan pada 1%, 5%, dan 10%

Nilai *t-statistic* disajikan dalam kurung

Hasil selaras ditemukan ketika kendala pendanaan diklasifikasikan berdasarkan *coverage ratio*. Hasil pengujian pada tabel 5 menunjukkan diversifikasi usaha hanya berpengaruh terhadap biaya modal pada perusahaan yang memiliki *coverage ratio* yang rendah (mengalami kendala pendanaan). Namun pengaruh yang signifikan dan terjadi secara konsisten hanya ditunjukkan oleh variabel jumlah segmen. Sebaliknya, ketika diversifikasi usaha diuji pada perusahaan dengan *coverage ratio* yang tinggi (tidak mengalami kendala pendanaan) tidak ditemukan adanya pengaruh yang signifikan dalam pengurangan biaya modal sebagaimana ditunjukkan pada panel B.

Tabel 5. Hasil Regresi Diversifikasi Usaha dan Coverage Ratio terhadap Biaya Modal

	WACC 1		WACC 2		COD 1		COD2		COE	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Panel A. Low Coverage Ratio (Financially Constrained)										
Jumlah Segmen	0,02*** (4,46)		0,02*** (3,49)		-0,01** (2,07)		-0,01* (1,82)		0,02*** (5,14)	
Indeks Herfindahl		0,06 (1,65)		0,07** (2,21)		0,01 (0,11)		0,03 (1,29)		0,05 (1,42)
Leverage	-0,06*** (3,27)	-0,07*** (3,57)	-0,07*** (3,78)	-0,08*** (4,28)	-0,01 (0,59)	-0,01 (0,32)	-0,01 (0,730)	-0,01 (0,96)	0,05** (2,55)	0,03 (1,3)
Return on Assets	-0,01 (0,36)	-0,03 (1,240)	-0,01 (0,19)	-0,02 (0,88)	-0,03 (1,290)	-0,03 (1,21)	-0,02 (0,91)	-0,01 (0,48)	0,05*** (3,46)	0,04 (1,51)
Total Aset (Ln)	0,02*** (3,03)	0,01* (1,77)	0,02** (2,48)	0,01 (1,16)	0,01 (1,09)	0,01 (1,25)	0,01 (0,56)	0,01 (0,19)	0,02*** (3,67)	0,01 (0,94)
Market to book	-0,01* (1,67)	-0,01 (1,070)	-0,01 (1,38)	-0,01 (1,06)	0,01*** (3,17)	0,01*** (3,3)	0,01** (2,46)	0,01** (2,44)	-0,01** (2,6)	-0,01 (1,01)
C	-0,54*** (2,65)	-0,31 (1,31)	-0,42** (2,03)	-0,13 (0,62)	0,01 (0,11)	0,05 (0,49)	0,06 (0,63)	0,05 (0,58)	-0,73*** (3,44)	-0,15 (0,6)
N	115	115	115	115	115	115	115	115	115	115
Obser. fixed effec	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adjusted R2	0,5	0,41	0,53	0,52	0,87	0,86	0,87	0,86	0,71	0,64
Panel B. High Coverage Ratio (Unfinancially Constrained)										
Jumlah Segmen	0,01 (1,39)		0,01 (1,45)		-0,01* (1,91)		-0,01 (1,4)		0,01*** (3,47)	
Indeks Herfindahl		0,01 (0,77)		0,01 (0,76)		-0,12** (2,15)		-0,1* (1,87)		0,02 (1,05)
Leverage	-0,09*** (5,57)	-0,09*** (6,05)	-0,09*** (5,42)	-0,09*** (5,69)	-0,21*** (3,07)	-0,19*** (2,65)	-0,17*** (2,72)	-0,15** (2,41)	0,03 (1,46)	0,03 (1,3)
Return on Assets	-0,02 (1,05)	-0,01 (0,56)	-0,03 (1,39)	-0,02 (0,93)	-0,05 (0,58)	-0,04 (0,46)	-0,03 (0,41)	-0,04 (0,61)	-0,01 (0,41)	-0,01 (0,13)
Total Aset (Ln)	0,03*** (5,16)	0,03*** (4,92)	0,02*** (4,73)	0,02*** (4,49)	-0,01 (0,01)	-0,01 (0,11)	-0,01 (0,57)	-0,01 (0,65)	0,04*** (7,31)	0,04*** (6,17)
Market to book	0,01 (0,47)	0,01 (0,29)	0,01 (0,41)	0,01 (0,29)	0,01 (1,15)	0,01 (1,3)	0,01 (0,5)	0,01 (0,68)	0,01 (1,4)	0,01 (1,4)
C	-0,67*** (4,28)	-0,64*** (4)	-0,62*** (3,870)	-0,6*** (3,59)	0,18 (0,53)	0,15 (0,42)	0,33 (1,12)	0,36 (1,22)	-1,26*** (6,71)	-1,16*** (5,54)
N	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
Obser. fixed effec	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adjusted R2	0,86	0,86	0,85	0,85	0,59	0,61	0,59	0,64	0,85	0,81

***, **, * berturut-turut signifikan pada 1%, 5%, dan 10%

Nilai *t-statistic* disajikan dalam kurung

Hasil pemisahan sampel berdasarkan rasio likuiditas pada tabel 6 juga menunjukkan adanya konsistensi pengaruh kendala pendanaan terhadap diversifikasi usaha dan biaya modal. Tingkat signifikansi juga cukup tinggi untuk keseluruhan model (α 1%), khususnya ketika diversifikasi usaha diukur menggunakan jumlah segmen (Panel A).

Ketiga proxi kendala pendanaan yang digunakan secara konsisten menunjukkan adanya dukungan yang kuat untuk menerima hipotesis ketiga, di mana hasil pengujian menunjukkan pengaruh diversifikasi usaha terhadap biaya modal akan semakin kuat pada perusahaan yang mengalami kendala pendanaan tinggi. Hasil ini mendukung penelitian sebelumnya dari Kuppuswamy dan Villalonga (2010), Matsusaka dan Nanda (2002), Stein (1997), serta Yan (2006).

Tabel 6. Hasil Regresi Diversifikasi Usaha dan Rasio Likuiditas terhadap Biaya Modal

	WACC 1		WACC 2		COD 1		COD2		COE	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Panel A. Low Current Ratio (Financially Constrained)										
Jumlah Segmen	0,02***		0,01***		(0,02)***		(0,02)***		0,03***	
	4,02		3,27		5,31		5,65		5,53	
Indeks Herfindahl		0,09**		0,08*		0,07		0,12**		0,05
		2,03		1,95		1,18		2,03		1,18
<i>Leverage</i>	(0,08)***	(0,09)***	(0,08)***	(0,1)***	-0,02	-0,01	-0,03	(0,04)*	0,05**	0,01
	3,87	4,45	4,54	5,04	0,73	0,27	1,31	1,77	2,29	0,52
<i>Return on Assets</i>	-0,02	(0,05)*	-0,02	(0,05)**	(0,09)**	-0,3	(0,07)*	-0,02	0,05***	0,01
	0,95	1,93	1,04	2,07	2,05	0,75	1,7	0,59	2,97	0,44
Total Aset (Ln)	0,02***	0,02***	0,01***	0,02***	(0,01)*	-0,01	(0,02)***	-0,01	0,02***	0,02**
	2,86	3,07	2,84	2,91	1,94	0,5	3,38	0,42	3,48	2,11
<i>Market to book</i>	(0,01)*	-0,01	-0,01	-0,01	0,01***	0,01***	0,01***	0,01***	(0,01)***	-0,01
	1,75	1,49	1,44	1,34	3,08	3,82	2,87	2,75	2,83	1,15
C	(0,4)**	(0,48)**	(0,34)**	(0,39)**	0,62***	0,24	0,9***	0,18	(0,69)***	(0,44)*
	2,4	2,36	2,2	2,12	2,85	0,71	4,28	0,63	3,47	1,66
N	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Obser. fixed effec	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adjusted R2	0,8	0,82	0,85	0,87	0,8	0,76	0,77	0,75	0,73	0,71
Panel B. High Current Ratio (Unfinancially Constrained)										
Jumlah Segmen	0,01		0,01		-0,01		-0,01		0,01***	
	1,64		1,43		0,21		0,07		3,74	
Indeks Herfindahl		0,03*		0,03*		(0,09)**		-0,05		0,03
		1,86		1,83		2,09		1,35		1,62
<i>Leverage</i>	(0,06)***	(0,07)***	(0,06)***	(0,07)***	(0,08)*	(0,08)*	-0,06	-0,06	0,03*	0,03
	3,51	4,01	3,36	3,87	1,78	1,78	1,63	1,54	1,83	1,75
<i>Return on Assets</i>	-0,01	0,02	-0,01	0,01	0,13	0,12	0,06	0,05	-0,01	0,01
	0,01	0,85	0,27	0,53	1,88	1,74	1,13	0,92	0,6	0,48
Total Aset (Ln)	0,02***	0,02***	0,02***	0,02***	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	0,04***	0,04***
	4,71	4,92	4,55	4,9	0,42	0,64	0,93	1,01	8,01	7,11
<i>Market to book</i>	0,01*	0,01*	0,01*	0,01**	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	0,01***	0,01***
	1,79	1,9	1,88	2,04	0,55	0,6	0,67	0,66	3	2,93
C	(0,53)***	(0,53)***	(0,51)***	(0,51)***	0,25	0,37	0,35	0,39	(1,23)***	(1,09)***
	3,75	3,98	3,6	3,94	0,74	1,09	1,3	1,49	7,32	6,44
N	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
Obser. fixed effec	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adjusted R2	0,85	0,84	0,84	0,83	0,49	0,5	0,52	0,52	0,87	0,84

***, **, * berturut-turut signifikan pada 1%, 5%, dan 10%

Nilai *t-statistic* disajikan dalam kurung

Hasil Pengujian Simultan

Setelah dilakukan pengujian secara bertahap untuk masing-masing variabel, kemudian dilakukan pengujian model secara keseluruhan untuk mengetahui seberapa konsisten hasil penelitian tersebut. Hasil pengujian secara simultan yang dipaparkan pada tabel 7 tidak jauh berbeda dengan pengujian sebelumnya. Diversifikasi usaha berpengaruh positif terhadap biaya modal dan biaya ekuitas, dan berpengaruh negatif terhadap biaya utang. Walaupun hipotesis penelitian pertama tidak terdukung, namun jika dilihat mekanisme pengaruhnya pada pengujian terpisah, hasilnya menunjukkan adanya konsistensi dengan kerangka pikir dari model penelitian yang dibangun. Akan tetapi, karena pengaruh positif diversifikasi usaha terhadap biaya ekuitas jauh lebih kuat dibanding pengaruh negatif diversifikasi usaha terhadap biaya utang, maka secara rata-rata biaya modal perusahaan justru semakin meningkat.

Tabel 7. Hasil Pengujian Secara Simultan Pengaruh Diversifikasi Usaha, Korelasi Arus Kas, dan Kendala Pendanaan terhadap Biaya Modal

	WACC 1		WACC 2		COD 1		COD2		COE	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Jumlah Segmen	0,01 (0,22)		0,01 (0,07)		-0,05* (1,83)		-0,05** (2,16)		0,01 (0,54)	
Indeks Herfindahl		0,13** (2,1)		0,13** (2,07)		-0,26*** (2,87)		-0,21*** (2,92)		2,23*** (3,26)
Kor. arus kas (CFC)	0,03 (0,61)	0,1*** (2,72)	0,02 (0,41)	0,1*** (2,78)	-0,1 (0,87)	-0,06 (1,56)	-0,12 (1,33)	-0,06* (1,88)	0,03 (0,44)	0,16*** (3,77)
Kendala Pendanaan	-0,02** (2,5)	-0,02** (2,02)	-0,02** (2,12)	-0,01* (1,83)	-0,01 (0,51)	0,03*** (3,19)	-0,01 (0,05)	0,03*** (3,51)	-0,03* (1,9)	-0,03*** (2,95)
JS*CFC	-0,01 (0,07)		-0,01 (0,19)		0,04 (1,22)		0,05* (1,83)		-0,01 (0,72)	
JS*DPR	0,01* (1,75)		0,01* (1,76)		-0,01 (0,87)		-0,01 (0,4)		0,01 (1,62)	
IH*CFC		-0,17** (2,41)		-0,16** (2,27)		0,24** (2,51)		0,25*** (3,12)		-0,3*** (3,56)
IH*DPR		0,03** (2,09)		0,03* (1,87)		-0,05** (2,26)		-0,04** (2,28)		0,06*** (2,76)
<i>Leverage</i>	-0,07*** (5,21)	-0,07*** (5,5)	-0,08*** (5,47)	-0,08*** (5,74)	-0,06*** (2,7)	-0,06*** (2,76)	-0,07*** (3,51)	-0,09*** (4,84)	-0,03** (2,04)	-0,03* (1,86)
<i>Return on Assets</i>	-0,03 (1,42)	-0,03 (1,53)	-0,03 (1,36)	-0,03 (1,65)	-0,03 (1,12)	0,03 (1,13)	-0,04 (1,43)	-0,04 (1,48)	0,03 (1,64)	0,03 (1,37)
Total Aset (Ln)	0,02*** (3,71)	0,01*** (3,94)	0,01*** (3,25)	0,01*** (3,81)	-0,01** (2,2)	-0,01** (2,11)	-0,02*** (2,7)	-0,02*** (2,7)	0,03*** (4,88)	0,02*** (4,61)
<i>Book to Market</i>	-0,01 (0,75)	-0,01 (0,62)	-0,01 (0,53)	-0,01 (0,27)	0,03** (2,25)	0,04*** (2,92)	0,03** (2,17)	0,04*** (2,88)	-0,01 (0,91)	-0,01 (0,47)
C	-0,37*** (2,67)	-0,36*** (3,22)	-0,28** (2,15)	-0,35*** (3,13)	0,7*** (2,91)	0,62*** (2,9)	0,03** (2,17)	0,64*** (3,53)	-0,66*** (3,86)	-0,71*** (4,58)
N	225	225	225	225	225	225	225	225	225	225
Observed fixed effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adjusted R2	0,796	0,847	0,813	0,86	0,735	0,79	0,723	0,801	0,76	0,789

***, **, * berturut-turut signifikan pada 1%, 5%, dan 10%

Nilai *t-statistic* disajikan dalam kurung

Simpulan dan Saran Pengembangan

Hasil penelitian menunjukkan diversifikasi usaha berpengaruh negatif terhadap biaya utang. Semakin tinggi tingkat diversifikasi, semakin rendah risiko kebangkrutan, sehingga biaya utang juga semakin rendah. Di sisi lain, ketika terjadi peningkatan *leverage* akibat penurunan risiko kebangkrutan, biaya ekuitas akan meningkat. Penelitian ini menunjukkan peningkatan biaya ekuitas lebih kuat dibanding penurunan biaya utang, sehingga secara rata-rata biaya modal perusahaan justru meningkat.

Temuan lain menunjukkan korelasi arus kas antar segmen secara signifikan memperlemah pengaruh diversifikasi usaha terhadap biaya modal. Perusahaan terdiversifikasi dengan korelasi arus kas yang rendah memiliki biaya modal rata-rata lebih rendah dibanding perusahaan terdiversifikasi dengan korelasi arus kas yang tinggi. Variabel kendala pendanaan juga menunjukkan pengaruh signifikan dalam memperkuat pengaruh diversifikasi usaha terhadap biaya modal. Semakin tinggi kendala pendanaan yang dihadapi, semakin besar manfaat diversifikasi usaha bagi perusahaan.

Hasil penelitian yang menunjukkan diversifikasi usaha justru berpengaruh positif terhadap biaya modal bisa jadi dipengaruhi oleh tipe diversifikasi yang dilakukan perusahaan. Sebagian besar perusahaan sampel menerapkan strategi diversifikasi terkait yang ditunjukkan oleh tingginya tingkat korelasi arus kas antar unit bisnis perusahaan. Temuan ini semakin memperkuat temuan sebelumnya yang dilakukan oleh Duchin (2010), Kuppuswamy dan Villalonga (2010), serta Rajan *et. al.* (2000)

yang menunjukkan semakin tinggi tingkat keterkaitan usaha, semakin kecil manfaat *co-insurance* yang dihasilkan. Hal ini kemudian diperkuat dengan tingkat utang perusahaan yang secara rata-rata juga masih rendah.

Adapun berbagai keterbatasan penelitian ini yang sekaligus menjadi saran untuk penelitian selanjutnya, yaitu:

- a. Fokus penelitian ini hanya pada perusahaan terdiversifikasi sehingga tidak bisa dijelaskan besaran tambahan manfaat yang didapat atau biaya yang ditanggung perusahaan terdiversifikasi dibanding perusahaan tidak terdiversifikasi dalam konteks biaya modal. Penelitian selanjutnya diharapkan bisa melihat perbedaan pengaruh tersebut secara lebih jelas dengan membandingkan biaya modal kedua jenis perusahaan tersebut.
- b. Penelitian ini menggunakan *realized returns* dalam menghitung *expected returns*. Sudah banyak literatur yang menyebutkan metode ini dapat memberikan hasil yang bias, karena terkontaminasi dengan *information shocks* yang terjadi di pasar (Elton, 1999). Alternatif metode lain sebenarnya sudah banyak berkembang, seperti *implied cost of equity* yang dikembangkan oleh Claus dan Thomas (2001), Easton (2004), Gebhardt, Lee, dan Swaminathan (2001). Untuk bisa menerapkan metode ini diperlukan data dari *analyst forecasts* yang jumlahnya masih sangat terbatas di Indonesia. Berdasarkan data yang diterima dari Bloomberg, perusahaan yang memiliki data *analyst forecasts* sebagian besar berasal dari sektor perbankan, sedangkan untuk yang non-bank, secara umum hanya diperuntukkan bagi perusahaan dengan nilai kapitalisasi pasar yang besar. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperbaiki kelemahan ini.
- c. Dengan keterbatasan data, penelitian ini hanya menggunakan definisi arus kas yang masih sangat tradisional yaitu EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*). Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menghitung korelasi arus kas antar segmen secara lebih komprehensif.
- d. Metode klasifikasi perusahaan yang mengalami *financially constrained* dan *unfinancially constrained* dilakukan dengan menggunakan nilai median sebagai *cut-off*. Salah satu keterbatasan dari metode ini adalah hasil estimasi sangat bergantung pada sampel penelitian. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat melakukan metode klasifikasi yang lebih baik sehingga lebih mampu menggambarkan kondisi perusahaan yang sebenarnya.

Daftar Pustaka

- Amihud, Y., & Lev B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics*, 12(2), 605-6017.
- Barton. S. & Gordon, P. (1988). Corporate strategy and capital structure. *Strategic Management Journal*, 9(6), 623-632.
- Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39-65.
- Bodie, Z., Kane A., & Marcus, A. J. (2011). *Investments and portfolio management*. Global Edition. McGraw-Hill. Singapore.
- Campa, J. M., & Kedia S. (2002). Explaining the diversification discount. *Journal of Finance*, 57(4), 1731-1762.
- Claus, J. J., & Thomas J. K. (2001). Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stocks markets. *Journal of Finance*, 56(5), 1629-1666.
- Denis, D. J., Denis D. K., & Sarin A. (1997). Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. *Journal of Finance*, 52(1), 135-160.
- Duchin, R. (2010). Cash holdings and corporate diversification. *Journal of Finance*, 65(3), 955-992.

- Easton P. D. (2004). PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. *The Accounting Review*, 79(1), 73-96.
- Ehrhardt, M. C., & Brigham E. F. (2011). *Financial management: Theory and practice*. 13th Edition. South-Western Cengage Learning. USA.
- Elton E. J. (1999). Expected return, realized return, and asset pricing tests. *Journal of Finance*, 54(4), 1199-1220.
- Franco, F., Urcan O., & Vasvari F. P. (2010). The value of corporate diversification: A debt market perspective. *Working Paper*.
- Galai, D., & Masulis R. W. (1976). The option pricing model and the risk factor of stock. *Journal of Financial Economics*, 3(1), 53-81.
- Gebhardt, W. R., Lee C. M. C., & Swaminathan B. (2001). Towards an ex-ante cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 39(1), 135-176.
- Graham, J. R., Lemmon M., & Wolf J. (2002). Does corporate diversification destroy value?. *Journal of Finance*, 57(2), 695-720.
- Gujarati, D. N., & Porter D. C. (2011). *Basic Econometrics*. Fifth Edition. Mc. Grawhill. Singapore.
- Hann, R. N., Ogneva M., & Ozbas O. (2013). Corporate diversification and the cost of capital. *Journal of Finance*, 68(5), 1961-1999.
- Higgins, R. C., & Schall L. D. (1975). Corporate bankruptcy and conglomerate merger. *Journal of Finance*, 30(1), 93-113.
- Hoshi, T., Kashyap A., & David Scharfstein. (1991). Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups. *Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 33-60.
- Hyland, D.C. & Diltz J. D. (2002). Why firms diversify: An empirical examination. *Financial Management*, 31(1), 51-81.
- Jahera, J. S., & Lloyd W. P. (1996). An empirical assessment of factors affecting corporate debt levels. *Managerial Finance*, 22(2), 29-38.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-330.
- Jensen, M., & Meckling W. (1976). The theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kim, E. H., & McConnell J. J. (1977). Corporate mergers and the co-insurance of corporate debt. *Journal of Finance*, 32(2), 349-365.
- Kini, O., & Williams R. (2012). Tournament incentives, firm risk, and corporate policies. *Journal of Financial Economics*, 103(2), 350-376.
- Kraus, A., & Litzenberger R.H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- Kuppuswamy, V., & Villalonga B. (2010). Does diversification create value in the presence of external financing constraints? Evidence from the 2007-2009 financial crisis. *Working Paper*, Harvard Business School.
- Lang, L.H.P., & Stulz R.E. (1994). Tobin's Q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of Political Economy*, 102(6), 1248-1281.

- Leland, H. E. (2007). Financial synergies and the optimal scope of the firm: Implications for mergers, spinoffs, and structured finance. *Journal of Finance*, 62(2), 765-807.
- Lewellen, W. G. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. *Journal of Finance*, 26(2), 527-537.
- Mansi, S., & Reeb D. (2002). Corporate diversification: What gets discounted?. *Journal of Finance*, 57(5), 2167-2183.
- Matusaka, J. G., & Nanda V. (2002). Internal capital markets and corporate refocusing. *Journal of Financial Intermediation*, 11(2), 176-211.
- May, D. O. (1995). Do managerial motives influence firm risk reduction strategies?. *Journal of Finance*, 50(4), 1291-1308.
- Meyer, M., Milgrom P., & Roberts J. (1992). Organizational prospects, influence costs, and ownership changes. *Journal of Economics and Management Strategy*, 1(1), 9-35.
- Oweis, A. (2012). The impact of corporate diversification on the financial performance of US bank holding companies pre and post the financial service modernization act of 1999. *Dissertation of Claremont Graduate University*.
- Rajan, R., Servaes H., & Zingales L. (2000). The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment. *Journal of Finance*, 55(1), 35-80.
- Ross, S. A., Westerfield R.W., & Jaffe J. (2008). *Corporate Finance*. 8th edition. McGraw-Hill, New York.
- Schall, L. D. (1972). Asset valuation, firm investment, and firm diversification. *Journal of Business*, 45(1), 11-28.
- Scharfstein, D. (1999). The dark side of internal capital markets II: Evidence from diversified conglomerates. *Working paper 6352, NBER*.
- Schoar, A. (2002). Effects of corporate diversification on productivity. *Journal of Finance*, 57(6), 2379-2403.
- Scott J. H. (1977). On the theory of conglomerate mergers. *Journal of Finance*, 32(4), 1235-1250.
- Shleifer, A., & Vishny R. W. (1992). Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach. *Journal of Finance*, 47(4), 1343-1366.
- Stein, J. (1997). Internal capital market and the competition for corporate resources. *Journal of Finance*, 52(1), 111-133.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.
- Villalonga, B. (2004). Does diversification cause the "diversification discount"?. *Financial Management*, 33(2), 5-23.
- Wernerfelt, B., & Montgomery C. (1988). Diversification, ricardian rents, and tobin's q. *Journal of Economics*, 19(4), 246-250.
- Yan, A. (2006). Value of conglomerates and capital market conditions. *Financial Management*, 35(4), 5-30.