



PENGARUH VOTING RIGHT, BLOCKHOLDER, DAN EXCESS CONTROL RIGHT TERHADAP PENGAMBILAN KEPUTUSAN

Evanany¹⁾

Hasnawati^{2)*}

^{1), 2)} Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Trisakti

Alamat Korespondensi: hasnawati@trisakti.ac.id¹

INFORMASI ARTIKEL

Diterima Pertama
[04 03 2022]

Dinyatakan Diterima
[31 03 2022]

KATA KUNCI:

blockholder, excess control right, firm size, leverage, strategy.

KLASIFIKASI JEL:

M41, M48

ABSTRACT

This study aims to examine and analyze the effect of voting rights, non-financial blockholders, excess control rights, cash holding, leverage ratio, and firm size on strategic decision making. This study uses secondary data. The population used in this study are manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the 2015-2019 period. The sampling technique used is purposive sampling. The data was processed using multiple regression analysis. The results of this study are that the leverage ratio has a negative effect on differentiation strategy decision making and a positive effect on cost leadership strategy decision making, firm size has a positive effect on differentiation strategy decision making and a negative effect on cost leadership strategy decision making, while excess control rights, voting rights, non-financial blockholders, and cash holding have no effect on strategic decision making. This research contributes to providing insight to creditors, potential investors and other interested parties that the failure or success of the company is not related to the company's ownership structure, whether concentrated or dispersed, but is more influenced by management actions in debt management and investment decisions.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh *voting right, non-financial blockholder, excess control right, cash holding, leverage ratio*, dan *firm size* terhadap pengambilan keputusan strategi. Penelitian ini menggunakan data sekunder. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2015-2019. Teknik sampling yang digunakan yaitu *purposive sampling*. Data diolah menggunakan analisis regresi berganda. Hasil dari penelitian ini adalah *leverage ratio* berpengaruh negatif terhadap pengambilan keputusan strategi diferensiasi dan berpengaruh positif terhadap pengambilan keputusan strategi *cost leadership*, *firm size* berpengaruh positif terhadap pengambilan keputusan strategi diferensiasi dan berpengaruh negatif terhadap pengambilan keputusan strategi *cost leadership*, sementara *excess control right, voting right, non-financial blockholder*, dan *cash holding* tidak berpengaruh terhadap pengambilan keputusan strategi. Penelitian ini berkontribusi dalam memberikan wawasan kepada kreditor, calon investor dan pihak lain yang berkepentingan bahwa kegagalan atau keberhasilan perusahaan tidak berhubungan dengan struktur kepemilikan perusahaan, baik terkonsentrasi atau terdispersi, melainkan lebih dipengaruhi oleh tindakan manajemen dalam pengelolaan utang dan keputusan investasi.

1. PENDAHULUAN

Seiring dengan berkembangnya zaman, menyebabkan kebutuhan masyarakat akan produk juga semakin bertambah sehingga banyak perusahaan mengembangkan produknya dengan banyak berinovasi, melakukan penelitian, mengeluarkan biaya *research & development (R&D)*, dan faktor lainnya. Untuk mencapai target suatu bisnis, perusahaan memerlukan strategi sehingga mampu bersaing dan kompetitif di pasar. Setiap perusahaan menggunakan strategi yang berbeda-beda dalam mencapai tujuan dan sasaran mereka. Keputusan strategi yang dipakai perusahaan tidak terhindar dari pengambilan keputusan oleh manajemen perusahaan. Menurut Nikolic dan Babic (2016), penentuan strategi perusahaan juga dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan. Perusahaan publik pada negara-negara berkembang di Asia termasuk Indonesia banyak dimiliki oleh para pemegang saham pengendali serta memiliki konsentrasi kepemilikan yang besar (Porta 1999 dan Claessens et al., 2000). Bentuk kepemilikan ini dapat memberikan keuntungan terutama dalam hal menyelesaikan masalah keagenan antara manager dan pemilik saham karena pemegang saham memiliki hak kontrol terhadap perusahaan yang mampu mengatur dan memonitor para manajernya. Dalam struktur kepemilikan yang terdispersi, pemegang saham tidak mempunyai hak kontrol atas tindakan serta keputusan yang dibuat oleh manajer perusahaan.

Selain itu, *blockholder* juga memberikan pengaruh dalam menentukan kebijakan perusahaan terutama dalam hal investasi dan pengeluaran biaya penelitian. Menurut penelitian Sitardja dan Wirawardhana (2017), kepemilikan *blockholder* tidak terbukti berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Namun, hasil penelitian Fanani dan Hendrik (2016) menyatakan bahwa kepemilikan *blockholder* berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Studi Korkmaz, Ma dan Zhou (2017) menunjukkan bahwa *blockholder market-driven* dan *multilateral* menunjukkan adanya pengaruh negatif terhadap kualitas laba dikarenakan *blockholder market-driven* mendorong manajer untuk meningkatkan pendapatan yang menimbulkan laba yang dihasilkan manajer lebih berorientasi jangka pendek.

Hak suara pemegang saham menjadi fondasi dalam berbagai macam proteksi pengelola perusahaan. *Voting right* yang dimiliki para pemegang saham digunakan untuk memilih keputusan seperti memilih anggota dewan direktur, memberikan keputusan terkait akuisisi dan merger. Namun, perlu diperhatikan bahwa kekuatan *voting right* yang dimiliki pemegang saham juga dipengaruhi oleh peraturan masing-masing negara. Studi di Korea menunjukkan bahwa para investor institusi tidak mempunyai hak untuk merealisasi *voting right* yang disebabkan oleh peraturan "*shadow voting*" sebelum krisis finansial tahun 1997. Namun, untuk menarik investor asing

untuk melakukan investasi dalam pasar domestik, beberapa negara seperti negara Eropa, dan Albania memberlakukan hukum untuk memproteksi pemegang saham minoritas serta memberlakukan kesetaraan hak suara pemegang saham dalam suatu perusahaan (Yermack, 2010).

Hak suara atau *voting right* dapat disebut sebagai hak kontrol. Hak kontrol yang berlebihan atau *excess control right* dapat menimbulkan pemegang saham pengendali memanfaatkan hak tersebut untuk memenuhi kepentingannya (Porta, 1999). Munculnya *excess control right* terjadi dalam perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan piramida, kepemilikan silang dan kepemilikan *dual-shares* (Budiyanti, Husnan dan Hanafi, (2018). Studi di Korea dengan menggunakan sampel 1601 perusahaan keluarga yang dimiliki grup konglomerat Korea (chaebol) terbesar selama periode dari tahun 1998 sampai tahun 2009, menemukan bukti bahwa struktur kepemilikan piramida menjadi saluran dalam menentukan keputusan pembiayaan R&D. Umumnya *controller* mengenakan kebijakan pembiayaan R&D lebih besar kepada anak perusahaan dan mengenakan kebijakan pembiayaan R&D lebih rendah pada perusahaan induk (Choi, Gam dan Shin, 2020).

Banyak perusahaan internasional memutuskan untuk melakukan investasi di negara lain (contohnya negara China) juga dikarenakan biaya tenaga ahli di negara lain lebih murah (Zhao, 2017). Selain itu, pemenuhan sumber daya dan pengeluaran bahan yang lebih rendah untuk memproduksi barang ataupun jasa. Pengurangan *cost* yang dikeluarkan perusahaan menimbulkan *cash holding* yang lebih besar untuk terlibat dalam pengembangan produk semakin mendukung perkembangan perusahaan (He dan Wintoki, 2016).

Penelitian terdahulu masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Studi ini merupakan pengembangan dari penelitian-penelitian terdahulu dengan menghubungkan *voting right*, *excess control right*, *nonfinancial institution blockholder*, *cash holding*, *leverage* dan ukuran perusahaan terhadap pengambilan keputusan strategi. Penelitian yang menghubungkan variabel kepemilikan terkonsentrasi terhadap variabel keputusan strategis relatif masih sedikit.

Penelitian ini menggunakan populasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2019. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan yang terdaftar di BEI tahun 2015-2019 serta teknik pengambilan data menggunakan teknik *purposive sampling*. Industri manufaktur dipilih karena industri ini merupakan jenis industri yang padat modal dan membutuhkan riset dan pengembangan untuk terus dapat menghasilkan produk yang bervariasi, dan di satu sisi harus mampu menghasilkan produk yang juga memiliki harga bersaing di pasar agar dapat bersaing. Keputusan untuk melakukan investasi aset baik

dengan tujuan untuk melakukan inovasi atau untuk mendapatkan biaya produksi yang lebih murah merupakan sebuah keputusan strategis. Berdasarkan uraian latar belakang di atas dapat dirumuskan suatu tujuan untuk mengetahui pengaruh *voting right*, *nonfinancial blockholder*, *cash holding*, *excess cash holding*, *leverage ratio*, dan *firm Size* terhadap pengambilan keputusan strategi.

2. TINJAUAN TEORITIS DAN HIPOTESIS PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Hak Pengambilan Suara Pemegang Saham (*Voting Right*) Pengendali dan Pengambilan Keputusan Strategi

Pemegang saham pengendali melakukan investasi dalam perusahaan bukanlah untuk memperoleh pendapatan jangka pendek melainkan fokus dengan pendapatan jangka panjang perusahaan. Secara psikologis pemegang saham pengendali terikat dengan perusahaan mereka dan biasanya memiliki tujuan untuk mewariskan perusahaan kepada generasi berikutnya (Chen, 2010). Hal ini menyebabkan para pemegang saham pengendali peduli terhadap nilai perusahaan, pengembangan perusahaan dan kegiatan R&D. Konsentrasi kepemilikan yang besar cenderung mendukung inovasi yang dilakukan oleh manajemen selaku agen. Principal pengendali memiliki kuasa lebih untuk mendisiplinkan agen dan akan melakukan pemantauan terhadap keputusan strategis yang dilakukan oleh agen, untuk melihat apakah keputusan tersebut selaras dengan kepentingan jangka panjang mereka. Fenomena sebaliknya terjadi untuk struktur kepemilikan terdispersi. Hal tersebut dikarenakan manajer perusahaan lebih banyak mengambil keputusan tanpa diatur dan dimonitor oleh pemegang saham. Penilaian kinerja jangka pendek dapat diukur dari ROE, penurunan biaya produksi dan lain-lain. Hal ini berpengaruh pada keputusan strategi manajer perusahaan. Apabila manajer lebih tertarik pada kompensasi jangka pendek, manajer umumnya enggan untuk melakukan investasi dikarenakan return investasi cukup lama yang berpengaruh pada penilaian kinerja jangka pendek serta investasi dalam proyek cukup berisiko yang juga dapat berpengaruh pada insentif jangka panjang. Wang et al (2017) menemukan bahwa kepemilikan terkonsentrasi berpengaruh positif terhadap investasi R&D. Rossi et al (2017) menemukan bahwa *individual voting right* memiliki kesempatan yang rendah untuk berhasil mendapatkan dana dari platform *crowd funding* sedangkan *pool voting right* tidak berpengaruh. Kepemilikan terkonsentrasi yang merupakan kontroler pada umumnya mengenakan kebijakan pembiayaan R&D lebih besar kepada anak perusahaan dan mengenakan kebijakan pembiayaan R&D lebih rendah pada perusahaan induk (Choi et al, 2020). Berdasarkan argument tersebut, maka diturunkan hipotesis berikut.

H_{1a} : *Voting rights* dari pemegang saham *controlling* berpengaruh positif terhadap *Differentiation Strategy*

H_{1b} : Semakin rendah *voting right* pemegang saham *controlling* maka semakin mendukung *Cost Leadership Strategy*

Pengaruh *Excess Control Right* dan Pengambilan Keputusan Strategi

Terdapat dua pandangan terkait pasar modal internal. Pandangan pertama yaitu pandangan *value-added*. Pandangan ini mengklaim bahwa antar perusahaan induk dan perusahaan anak dapat membentuk pasar modal internal dan menghasilkan uang secara efektif. Pandangan kedua yaitu pandangan *tunneling* yang merupakan bentuk transfer sumber daya keluar dari perusahaan untuk kepentingan pemegang saham pengendali. Semakin banyak tingkatan dalam perusahaan, transfer sumber daya antar perusahaan cenderung tidak efisien. Hal ini malah menyebabkan manajemen perusahaan mengejar demi kepentingannya sendiri dan mengorbankan kekayaan pemegang saham yaitu dengan menggunakan modal pemegang saham untuk membiayai proyek dengan NPV yang rendah (Malawat dan Widodo, 2022). *Excess control right* ini muncul umumnya pada perusahaan dengan struktur kepemilikan piramida dan juga struktur kepemilikan lingkaran. Dengan struktur kepemilikan ultimat, pemegang saham dapat mengendalikan sejumlah portfolio perusahaan walaupun dengan sejumlah modal kecil yang diberikan kepada perusahaan. Struktur piramida dibuat untuk mengurangi intervensi dengan pemerintah, meningkatkan kontrol manajerial perusahaan, insentif untuk meningkatkan kekuasaan lebih rendah, meningkatkan fleksibilitas operasi, dan mengembangkan mekanisme pasar serta penanaman modal mungkin berkurang dan kecil kemungkinannya diinvestasikan secara berlebihan (Ullah et al, 2017)

Kepemilikan struktur piramida juga dapat menciptakan pasar modal internal dan mengurangi ketergantungan pada pembiayaan eksternal. Pemegang saham utama dapat mengambil sumber daya dari perusahaan terdaftar mereka kapanpun mereka membutuhkan modal. Hal tersebut dikarenakan dengan struktur kepemilikan piramida dapat membatasi pendanaan dari pihak eksternal dan mengurangi *financing cost*. Thraya dan Hamza (2019) menemukan bahwa *ultimate shareholders* dengan *excess control right* (kepemilikan lebih dari 20%) memiliki pengaruh positif terhadap *target over payment* sebaliknya kehadiran *Multi Large Shareholder* memiliki pengaruh negatif terhadap *target overpayment*. Berdasarkan hal tersebut diturunkan hipotesis sebagai berikut.

H_{2a} : *Excess control right* yang menimbulkan pengendalian terhadap *overinvestment* yang menunjukkan semakin tidak mendukungnya terhadap *differentiation strategy*

H_{2b} : *Excess control right* semakin mendukung efisiensi yang menunjukkan semakin mendukung *cost leadership strategy*

Pengaruh *Nonfinancial Blockholder* dan Pengambilan Keputusan Strategi

Secara garis besar kepemilikan *blockholder* institusi ada dua jenis yaitu *blockholder nonfinancial* dan *blockholder financial* (bank). Menurut Berrone et al. (2005), ada pengaruh positif antara *blockholder* dengan investasi R&D dikarenakan beberapa alasan. Pertama, dibandingkan dengan perusahaan finansial, perusahaan nonfinansial ini tidak mempunyai hubungan kredit dan mempunyai hasil investasi yang lebih pasti. Kedua, perusahaan nonfinansial lebih mengenal relevansi investasi R&D karena pemegang saham ini percaya bahwa dengan semakin banyak inovasi maka semakin meningkatkan pencapaian kesuksesan dalam pasar. Selain itu, dengan investasi dalam R&D, maka perusahaan dapat meningkatkan kapasitasnya dan kemampuannya serta keuntungan untuk memperoleh pengetahuan dibidang teknologi informasi yang tidak ada di perusahaan induknya. Studi sebelumnya menunjukkan adanya hubungan antara jenis *blockholder* dan kebijakan investasi R&D. Studi Rong et al (2017) menemukan bahwa ada hubungan positif antara pemegang saham institusi dengan investasi R&D, sementara studi Kang et al (2019) di Korea menemukan bahwa institutional blockholders memiliki pengaruh negative terhadap investasi R&D. Lebih lanjut studi Kang et al (2019) juga menemukan bahwa perusahaan yang dimiliki blockholders institusi asing untuk jangka pendek tidak berpengaruh pada investasi R&D, dan institutional blockholder cenderung focus pada jangka pendek. Berdasarkan hal ini, maka dapat diturunkan hipotesis berikut:

H_{3a} : *Nonfinancial Blockholder* berpengaruh positif terhadap pengambilan keputusan *Differentiation Strategy*

H_{3b} : *Nonfinancial Blockholder* berpengaruh negatif terhadap pengambilan keputusan *Cost Leadership Strategy*

Pengaruh *Cash Holding* Terhadap Pengambilan Keputusan Strategi

Perusahaan yang mendukung aktivitas inovasi juga harus mempertimbangkan pengeluaran yang diperlukan dalam menciptakan diferensiasi. Selain investasi R&D merupakan modal tidak berwujud yang dimiliki perusahaan, semakin besar modal tidak berwujud maka semakin membatasi kemampuan perusahaan untuk memperoleh pendanaan berupa utang yang dapat mengurangi fleksibilitas keuangan (He dan Wintoki, 2016). Beberapa penemuan juga menemukan bahwa untuk mencegah risiko kemacetan pelaksanaan R&D, perusahaan umumnya memegang lebih banyak kas untuk mengatasi situasi kekurangan kas seperti kurangnya pendanaan yang diperoleh dari pihak eksternal.

Perusahaan yang menggunakan strategi *cost leadership* cenderung memiliki inisiatif dalam

meningkatkan efisiensi dan pengurangan biaya. Salah satu tindakan untuk meningkatkan efisiensi yaitu perusahaan tidak menimbun banyak kas dalam perusahaan. Perusahaan yang menggunakan strategi *cost leadership* cenderung memiliki struktur organisasi yang stabil, dan persaingan yang tidak berfokus pada diferensiasi melainkan berfokus pada penurunan harga. Perusahaan dengan memakai *cost leadership strategy* juga lebih cepat memperoleh *return* sehingga memiliki kinerja finansial yang baik yang memudahkan perusahaan memperoleh dana pihak eksternal (Magerakis, 2017). Hal ini dapat disimpulkan bahwa:

H_{4a} : *Cash holdings* berpengaruh positif terhadap *Differentiation Strategy*

H_{4b} : *Cash holdings* berpengaruh negatif terhadap *Cost Leadership Strategy*

Pengaruh *Leverage Ratio* Terhadap Pengambilan Keputusan Strategi

Leverage ratio menunjukkan sejauh mana asset perusahaan didanai oleh utang. Penelitian Ifada dan Inayah (2017) menemukan bahwa semakin besar *leverage* perusahaan maka semakin meningkatkan kinerja perusahaan. Hal ini dikarenakan dengan meningkatnya *leverage* perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan semakin banyak memperoleh dana melalui hutang dan apabila digunakan secara tepat dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan melalui peningkatan laba perusahaan. Selain itu *leverage* akan menimbulkan kewajiban pada perusahaan untuk membayar bunga kepada para kreditur, sehingga secara tidak langsung juga mengurangi pajak yang dikeluarkan perusahaan (Nopitasari et al, 2017).

Beberapa teori mengenai struktur modal menjelaskan alasan dari perusahaan-perusahaan dengan intensitas investasi R&D yang tinggi tidak menggunakan dana dari utang. Menurut *bankruptcy cost hypothesis*, perusahaan dengan intensitas investasi R&D yang tinggi mengalami kesulitan untuk membayar bunga dikarenakan tingginya volatilitas *return* perusahaan tersebut. Namun, menurut *pecking order hypothesis* menyatakan bahwa untuk perusahaan dengan intensitas R&D dan inovasi yang tinggi juga memiliki tingkat asimetri informasi yang tinggi yang memberikan pengaruh bagi pihak dalam dan pihak luar perusahaan yang akibatnya memberikan kesulitan kepada perusahaan untuk memperoleh dana dari penerbitan saham. Meningkatnya hutang perusahaan akan memberikan kendala kepada manajer perusahaan seperti perusahaan harus memenuhi syarat-syarat peminjaman dari kreditur yang menimbulkan keterbatasan kreativitas dan inovasi yang bisa dilakukan oleh manajer untuk menciptakan keuntungan kompetitif untuk perusahaan *product differentiation* (Valipour et al, 2012). Selain itu, pendanaan dari hutang bukanlah alternatif yang baik untuk membiayai aktivitas inovasi terutama untuk perusahaan yang mudah dan aktif dalam aktivitas R&D dikarenakan perusahaan harus membayar jumlah bunga yang tetap setiap bulannya serta memenuhi

syarat-syaratnya terutama untuk perusahaan *non-diversified* dan investasi R&D yang mempunyai intangibility yang tinggi menurunkan nilai jaminan hutang (Ghosh, 2012). Berdasarkan hal ini, maka dapat diturunkan hipotesis berikut:

H_{5a} : *Leverage Ratio* berpengaruh negatif terhadap pengambilan keputusan *Differentiation Strategy*.

H_{5b} : *Leverage Ratio* berpengaruh positif terhadap pengambilan keputusan *Cost Leadership Strategy*.

Pengaruh Firm Size Terhadap Pengambilan Keputusan Strategi

Industri dapat dibagi menjadi tiga kategori yaitu industri *innovative*, *average*, dan *maturing* (Nakajo, 1995). Perusahaan besar pada sektor industri inovatif lebih menguntungkan dibandingkan perusahaan kecil dikarenakan perusahaan besar lebih banyak memperoleh dana, *return* yang diperoleh lebih besar yang semakin mendukung aktivitas R&D dibanding perusahaan kecil. Beberapa alasan juga serta mendukung pengaruh positif investasi R&D dengan ukuran perusahaan. Alasan pertama yaitu perusahaan kecil memiliki tingkat profitabilitas yang lebih kecil serta lebih rendahnya dana internal yang dimiliki untuk melakukan aktivitas investasi. Kedua, sedikitnya informasi dan ketersediaan laporan keuangan perusahaan kecil yang menimbulkan akses pendanaan dari pihak eksternal juga semakin sulit. Ketiga, perusahaan kecil memiliki kemampuan yang terbatas dalam memperoleh *return* yang mampu menutupi investasi R&D yang berisiko dikarenakan jumlah penjualan dan produksi yang kapasitasnya lebih sedikit dibandingkan perusahaan besar (Audretsh et al, 2018). Dari alasan tersebut dapat disimpulkan bahwa:

H_{6a}: Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin mendukung pengambilan keputusan *Differentiation Strategy*.

H_{6b}: Semakin kecil ukuran perusahaan maka semakin mendukung pengambilan keputusan *Cost Leadership Strategy*.

3. METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015-2019. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Kriteria yang ditetapkan dalam penentuan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019, (2) Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit dalam website perusahaan atau website BEI selama periode 2015 – 2019 yang dinyatakan dalam rupiah (Rp), (3) Perusahaan yang tidak delisting dari BEI selama periode pengamatan (2015 – 2019), (4) Perusahaan yang telah berdiri minimal 8 tahun, dan (5) Perusahaan yang memiliki informasi yang lengkap.

Tabel 1 berikut menyajikan cara pengambilan sampel.

Tabel 1
Pengambilan Sample

No.	Kriteria	Jumlah
1.	Total perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015 – 2019 (net dari perusahaan yang delisting dari BEI)	168
2.	Total perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit dalam website perusahaan atau website BEI selama periode 2015 – 2019 yang dinyatakan dalam rupiah (Rp)	(23)
3.	Perusahaan tidak berdiri minimal 8 tahun	(55)
4.	Perusahaan yang tidak memiliki kelengkapan informasi	(26)
Total perusahaan yang sesuai dengan kriteria per tahun		64
Total sampel dalam penelitian (64 x 5 tahun)		320

Variabel Penelitian dan Pengukurannya

Variabel dalam penelitian ini terbagi menjadi 3 bagian, yaitu variabel independen, variabel dependen, dan variabel kontrol. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *voting right*, *excess control right*, *nonfinancial blockholder*, *cash holdings*, *leverage ratio* dan *firm size* sedangkan variabel dependennya adalah *differentiation strategy* dan *cost leadership strategy*. Variabel kontrolnya, yaitu ROA.

Tabel 2

Pengukuran Variabel Independen

Variabel	Indikator
<i>Voting Right</i>	VR = Hak kontrol Dimana : Hak kontrol = Hak kontrol langsung + Hak kontrol tidak langsung Hak kontrol langsung = % Kepemilikan atas nama diri sendiri Hak kontrol tidak Langsung = Jumlah kepemilikan minimum di setiap rantai kepemilikan
<i>Excess Control Right</i>	ECR dihitung dengan menggunakan variabel dummy dimana: 1 = Perusahaan memiliki struktur piramida 0 = Perusahaan tidak memiliki struktur piramida

Type of blockholder : Non-financial Institution	NFI = % Kepemilikan institusi non-finansial
Cash Holding	$CH = \frac{Cash}{TotalAsset}$
Leverage Ratio	$LR = \frac{TotalHutang}{TotalEkuitas}$
Size (ukuran perusahaan)	SZ = ln (nilai buku total asset)

Tabel 3

Pengukuran Variabel Dependen

Variabel	Indikator
Differentiation Strategy	$PM = \frac{OperatingIncome + R\&D\ Expenditure}{Sales}$
Cost Leadership Strategy	$ATO = \frac{OperatingSales}{OperatingAssets}$

Tabel 4

Pengukuran Variabel Kontrol

Variabel	Indikator
ROA	$ROA = \frac{Operating\ Income}{Total\ Asset}$

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 HASIL PENELITIAN

Berikut ini merupakan hasil statistik yang akan menjelaskan nilai minimum, maximum, mean serta standar deviasi dari masing-masing variabel. Tabel ini digunakan untuk mengidentifikasi besar kecilnya penyimpangan masing-masing variabel yang mempengaruhi variabel satu dengan variabel yang lainnya. Hasil dari analisis statistik deskriptif yaitu sebagai berikut:

Tabel 4
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
VR	320	0.1778	69.3499	4.912273	10.5828419
NFIB	320	0.1002	0.9972	0.669434	0.1907403
CH	320	0.0004	2.3793	0.117424	0.1836316
DS	320	-5.7175	14.1894	0.111399	0.8654585
FZ	320	25.6195	31.9960	28.330123	1.4442332
LR	320	0.0713	786.9311	4.067767	44.1350771
ROA	320	-0.3939	0.7114	0.089550	0.1143026
ATO	320	-0.7530	3.1066	1.005844	0.5748113

Sumber: data diolah

4.1.1 Statistik Deskriptif Variabel Dummy

Berikut ini merupakan hasil uji statistik variabel dummy yaitu variabel *excess control right* yang diukur menggunakan skala nominal berbentuk dummy dengan skor 0 yang menunjukkan bahwa suatu perusahaan tidak memiliki struktur kepemilikan piramida sehingga tidak memiliki *excess control right* dan skor 1 untuk perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan piramida sehingga memiliki *excess control right*. Berikut ini merupakan hasil deskriptif variabel dummy.

Tabel 5
Komposisi Variabel Dummy

Variabel	Dummy = 1		Dummy = 0		Total	
	N	%	N	%	N	%
ECR	205	64.06%	115	35.94%	320	100%

Sumber: data diolah

Berdasarkan table 5 di atas dapat diketahui jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 320 pengamatan. Dari tabel di atas dapat juga dilihat bahwa penelitian ini terdapat 205 sampel atau sebanyak 64.06% dari total sampel yang mempunyai struktur kepemilikan piramida dimana pemegang saham mayoritas mempunyai *excess control right* sebaliknya terdapat 115 sampel atau sebanyak 35.94% dari total sampel yang tidak mempunyai struktur kepemilikan piramida sehingga pemegang saham mayoritas tidak mempunyai *excess control right*.

4.1.2 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik yang dilakukan mencakup uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas. Uji normalitas dilakukan untuk memastikan residual dari model berdistribusi normal. Pengujian statistik yang digunakan untuk menguji normalitas adalah *One sample Kolmogorov-smirnov Test* dengan melihat hasil *Monte Carlo*. Untuk menguji hipotesis, penelitian ini menggunakan 2 model regresi, dimana variabel dependen pada model 1 adalah strategi diferensiasi dan variabel dependen pada model 2 adalah strategi *cost leadership*. Kedua model mengalami 2x (dua kali) pengujian normalitas karena pengujian tahap 1, kedua model tidak lolos uji normalitas.

Berdasarkan hasil pengujian normalitas residual, diketahui bahwa residual model persamaan regresi pertama memiliki nilai Monte Carlo Sig. $0.000 < \alpha 0.1$ dan model kedua memiliki nilai Monte Carlo Sig. $0.071 < \alpha 0.1$. Hasil ini menunjukkan bahwa H_0 ditolak yang menyatakan bahwa sebaran nilai residual pada persamaan model regresi tidak berdistribusi normal.

Untuk mengubah model regresi I dan model regresi II menjadi model yang berdistribusi normal, maka dilakukan pembuangan data *outlier*. Berikut merupakan jumlah data outlier yang dibuang dalam model regresi I dan model regresi II.

Tabel 6
Data Outlier

Variabel	Jumlah Data Outlier
<i>Differentiation Strategy</i>	39
<i>Non-financial Institution Blockholder</i>	4
<i>Cash Holding</i>	47
<i>Firm Size</i>	5
<i>Leverage Ratio</i>	43
<i>Return On Asset</i>	17
<i>Voting Right</i>	55
<i>Cost Differentiation Strategy</i>	3
Jumlah Data Outlier yang harus dibuang	213

Sumber: data diolah

Berdasarkan Tabel 6 jumlah hasil pemeriksaan data outlier sebanyak 213 sehingga jumlah data sampel yang akan diuji dalam penelitian menjadi 107 sampel. Data ini kemudian diuji kembali untuk mengetahui bahwa model regresi I dan model regresi II berdistribusi normal. Berdasarkan hasil pengujian normalitas residual, diketahui bahwa residual model persamaan regresi pertama memiliki nilai Monte Carlo Sig. $0.146 > \alpha 0.1$. dan diketahui bahwa residual model persamaan regresi kedua memiliki nilai Monte Carlo Sig. $0.804 > \alpha 0.01$. Hasil ini menunjukkan bahwa H_0 diterima yang menyatakan bahwa sebaran nilai residual pada persamaan model regresi berdistribusi normal.

Setelah melakukan uji normalitas, peneliti melakukan uji multikolinearitas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas. Setelah diuji, kedua persamaan regresi lolos uji, dimana seluruh variable memiliki nilai Variance Inflation Faktor kecil dari 10 (uji multikolinearitas); Hasil uji *Durbin Watson* model I menunjukkan hasil sebesar 1.912 dimana nilai 1.912 berada diantara 1.8479 dan $(4 - 1.8479)$ sehingga bisa disimpulkan bahwa model regresi I tidak terjadi autokorelasi, begitu juga halnya dengan model II.

Hasil uji heteroskedastisitas diperoleh dari perkalian nilai *R Square* dengan jumlah sampel. Pada model I, hasil perkalian antara jumlah sampel sebanyak 107 dengan nilai *R Square* sebesar 0.052 menghasilkan nilai sebesar 5.564. Hasil perkalian model II, antara jumlah sampel sebanyak 107 dengan nilai *R Square* sebesar 0.036 menghasilkan nilai sebesar 3.852. Kedua nilai tersebut lebih kecil dari pada nilai distribusi *chi square* 12.59159 sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi ini tidak terdapat heteroskedastisitas.

4.1.3 Uji Hipotesis

Tabel 7 dan tabel 8 menunjukkan hasil pengujian hipotesis dari model I dan model II.

Tabel 7
Uji Hipotesis Model Regresi Berganda I

Variabel Independen	Prediksi Hipotesis	Beta unstd.	Beta std	Sig. t	Kesimpulan
NonFin Block Holders	+	-0.024	-0.109	0.099	H ₁ : ditolak
Cash Holding	+	-0.029	-0.045	0.563	H ₂ : ditolak
Firm Size	+	0.006	0.169	0.014	H ₃ : diterima (pada $\alpha = 0.05$)
Leverage	-	-0.007	-0.129	0.060*	H ₄ : diterima (pada $\alpha = 0.1$)
Voting Right	+	0.001	0.035	0.689	H ₅ : ditolak
Excess Control Right	-	0.007	0.102	0.254	H ₆ : ditolak
F test	0.000 ^a				
Adj R2	0.619				

Note: Dependen variabel adalah *differentiation strategy*

Sumber: data diolah

Berdasarkan tabel 7 dapat dilihat bahwa nilai *Adjusted R Square* sebesar 0.619 artinya sebesar 61.9% variasi dari variabel independen (*Voting Right*, *Nonfinancial Institution Blockholder*, *Cash Holding*, *Excess Control Right*, *Leverage Ratio*, dan *Firm Size*) mampu menjelaskan variasi atau perilaku dari variabel *Differentiation Strategy*. Nilai F test sebesar 0,000 menunjukkan bahwa model I sudah layak. Berdasarkan hasil uji t, terlihat bahwa hanya variable Firm Size dan Leverage yang berpengaruh terhadap strategi diferensiasi.

Tabel 8
Uji Hipotesis Model Regresi Berganda II

Variabel Independen	Prediksi Hipotesis	Beta unstd.	Beta std	Sig. t	Kesimpulan
NonFin Blockholders	-	0.347	0.137	0.133	H ₁ : ditolak
Cash Holding	-	0.697	0.092	0.383	H ₂ : ditolak
Firm Size	-	-0.068	-0.178	0.064*	H ₃ : diterima (pada $\alpha = 0.01$)

Leverage	+	0.15 1	0.2 41	0.01 3	H ₄ : diterima (pada $\alpha = 0.05$)
Voting Right	-	0.06 0	0.1 61	0.17 2	H ₅ : ditolak
Excess Control Right	+	0.01 1	0.0 13	0.91 3	H ₆ : ditolak
F test	0.000 ^a				
Adj R2	0.246				

Note : Dependen variabel adalah *cost leadership strategy*

Sumber: data diolah

Pada tabel di atas dapat diketahui bahwa nilai Adjusted R Square sebesar 0.246 artinya sebesar 24.6% variasi dari variabel independen (*Voting Right, Nonfinancial Institution Blockholder, Cash Holding, Excess Control Right, Leverage Ratio, dan Firm Size*) mampu menjelaskan variasi atau perilaku dari variabel *Cost Leadership Strategy*. Hasil uji F juga menunjukkan bahwa model II sudah layak. Hasil uji t menunjukkan bahwa hipotesis yang terbukti adalah hipotesis 3 dan 4, dimana variable firm size dan leverage yang berpengaruh pada *cost leadership strategy*.

4.2 Pembahasan Hasil Penelitian

4.2.1 Pengaruh *voting right* pemegang saham pengendali terhadap pengambilan keputusan strategi

Penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan pemegang saham pengendali tidak berpengaruh terhadap pengambilan keputusan strategi baik strategi *differentiation* atau *cost leadership*. Hal ini menunjukkan bahwa ada kemungkinan pemegang saham dengan struktur kepemilikannya terkonsentrasi maupun terdispersi tidak berorientasi jangka panjang dan hanya berpikir untuk memaksimalkan profit perusahaan jangka pendek yang pada akhirnya akan memaksimalkan nilai saham mereka. Hal ini juga menunjukkan tidak terjadi hubungan asimetri antara struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan dan juga efisiensi investasi. Fenomena ini juga mungkin menunjukkan bahwa keputusan strategis perusahaan manufaktur di Indonesia lebih banyak dilakukan oleh manajemen sebagai agen, tanpa *monitoring* yang terlalu ketat dari principal, selama kinerja perusahaan baik. Penilaian kinerja jangka pendek dapat terlihat dari ROE atau adanya penurunan biaya produksi. Jika manajemen memutuskan untuk melakukan inovasi atau investasi asset tetap, seperti membeli mesin baru, terdapat risiko penurunan *return*, sehingga kemungkinan manajemen industri manufaktur di Indonesia lebih tertarik pada kompensasi jangka pendek daripada melakukan investasi dengan risiko mengorbankan kinerja jangka pendek. Hasil penelitian ini sejalan

dengan penelitian Rossi et al (2017), tapi berbeda dengan hasil penelitian Wang et al (2017) dan penelitian Choi et al (2020) yang menyatakan bahwa kepemilikan *blockholder* berpengaruh secara positif terhadap investasi R&D.

4.2.2 Pengaruh *excess control right* terhadap pengambilan keputusan strategi

Dengan adanya struktur kepemilikan piramida maka semakin mendukung efisiensi dan pemegang saham dapat ikut memonitor dan mengawasi manajemen perusahaan walaupun dengan modal yang rendah. Hal ini menunjukkan semakin mendukungnya terhadap peningkatan kinerja perusahaan yang pada akhirnya dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Namun, keberhasilan untuk memperoleh nilai perusahaan yang tinggi tergantung pada pemegang saham ultimat dalam menjalankan bisnisnya. Oleh sebab itu, pemegang saham ultimat harus memahami lingkungan bisnis untuk menentukan jenis strategi yang tepat untuk diimplementasikan dalam perusahaan. Walaupun pemegang saham ultimat memiliki hak aliran kas yang tinggi tidak meyakinkan perusahaan yang dikendalikan dapat berhasil apabila tidak didukung oleh kemampuan dan pengetahuan yang memadai dari pemegang saham ultimat tersebut sehingga hal ini mungkin yang menyebabkan hasil studi ini menemukan bahwa *excess control right* di perusahaan manufaktur Indonesia terhadap pengambilan keputusan strategi tidak signifikan.

Peluang untuk menciptakan pasar modal internal dan mengurangi ketergantungan pada pembiayaan eksternal serta peluang untuk mengurangi financing cost dengan struktur piramida sepertinya belum dimanfaatkan sepenuhnya oleh manajemen dan mungkin tidak dipahami baik oleh manajemen dan principal pada industri manufaktur di Indonesia. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan hasil studi Ullah et al (2017) di Pakistan dan penelitian Thraya dan Hamza (2019) di Perancis. Hasil studi industri manufaktur di Indonesia ternyata menunjukkan bahwa semakin banyak lapisan dalam struktur kepemilikan piramida maka semakin berkurang kecenderungan untuk *overinvestment* dan memilih untuk melakukan efisiensi investasi.

4.2.3 Pengaruh *nonfinancial institution blockholder* terhadap pengambilan keputusan strategi

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *nonfinancial blockholder* tidak berpengaruh terhadap pengambilan keputusan strategi. Hasil ini bertentangan dengan argument Berrone et al (2005) yang mengatakan bahwa *nonfinancial blockholder* akan lebih paham keterkaitan antara investasi yang bersifat inovatif dengan peningkatan keberhasilan perusahaan di masa yang akan datang. Investasi R&D juga akan meningkatkan kapasitas produksi serta inovasi teknologi informasi yang mungkin tidak diketahui oleh perusahaan induk. Hal ini tidak terbukti pada industri manufaktur di Indonesia. Fenomena ini

mungkin terjadi bisa karena ketidak tahuan principal terhadap teknologi terbaru yang dapat meningkatkan nilai perusahaan atau *nonfinancial blockholder* pada industry manufaktur di Indonesia merupakan para pemegang saham jangka pendek yang lebih berorientasi pada keuntungan jangka pendek, sehingga tidak terlalu *aware* dengan kegiatan investasi atau inovasi produksi (Chen, 2010 dan Sitardja, 2017). Hasil penelitian ini sejalan dengan studi Kang et al (2019) dan bertentangan dengan studi Rong et al (2017) di Cina maupu studi Berrone et al (2005). Terlihat terdapat kesamaan antara manufaktur di Korea dengan di Indonesia, dan seperti yang kita ketahui cukup banyak perusahaan manufaktur Korea yang beroperasi di Indonesia.

4.2.4 Pengaruh *cash holding* terhadap pengambilan keputusan strategi

Studi ini menemukan bawa *cash holding* tidak berpengaruh pada pengambilan keputusan strategis baik strategi diferensiasi maupun strategi *cost leadership*. Pada dasarnya perhitungan *cash holding* menggunakan perusahaan rasio kas akhir tahun yang dibandingkan dengan total asset perusahaan dimana menurut teori *pecking order* oleh Myers dan Majluf (1978) menyatakan bahwa tidak ada tingkat yang menentukan optimalitas kas yang ditimbun perusahaan. Saldo kas akhir tahun perusahaan bukanlah jumlah yang dipertahankan atau menjadi target yang dicapai oleh manajemen perusahaan melainkan hanya sisa arus kas perusahaan. Selain itu, adanya peningkatan jumlah penimbunan kas serta penurunan jumlah kas tidak direncanakan oleh manajemen perusahaan. Jika ditinjau dari sisi strategi diferensiasi, untuk melakukan investasi, manajemen bisa memanfaatkan sumber daya internal dari induk perusahaan sebagaimana pandangan *tunneling* dengan struktur piramida maupun sumber daya eksternal dari bank tanpa harus memegang kas dalam jumlah signifikan. Perusahaan dengan strategi diferensiasi akan melakukan investasi yang bersifat inovatif walaupun pada saat kondisi kas perusahaan tidak memadai untuk melakukan pembelian asset inovatif secara tunai, karena inovasi adalah penentu keberlanjutan dari perusahaan dengan strategi diferensiasi. Hal ini mungkin yang terjadi pada industry manufaktur di Indonesia. Jika ditinjau dari sisi *cost leadership*, maka perusahaan yang memilih strategi ini cenderung untuk meningkatkan efisiensi dengan cara tidak menimbun terlalu banyak kas dalam perusahaan. Di sisi lain kepemilikan institutional akan mencegah manajemen untuk memegang *excess cash holding* karena dianggap dapat mengurangi efisiensi perusahaan. Hal ini terbukti dari studi Christina dan Ekawati (2014) yang dilakukan pada industry manufaktur di Indonesia.

4.2.5 Pengaruh *Leverage* Terhadap Pengambilan Keputusan Strategi

Leverage merupakan penggunaan utang oleh perusahaan sebagai sumber pembiayaan untuk

melakukan kegiatan perusahaan dimana untuk menggunakannya perusahaan harus membayar biaya tetap. Dalam penelitian ini menunjukkan hasil bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap *cost leadership strategy*. *Leverage* juga dapat digunakan sebagai alat monitoring manajemen perusahaan dimana selain manajemen perusahaan dapat diawasi oleh pemegang saham perusahaan, secara tidak langsung kreditur juga ikut mengawasi manajemen perusahaan dikarenakan untuk memperoleh dana dari kreditur, perusahaan harus memenuhi syarat serta perjanjian dari kreditur. Hal ini dapat menurunkan *agency cost* untuk mengawasi manajemen perusahaan. *Leverage* juga memberikan keuntungan bagi perusahaan seperti mengurangi beban pajak, dsb. Dengan meningkatnya *leverage* menunjukkan semakin efisien perusahaan menjalankan aktivitas operasionalnya sehingga dapat disimpulkan meningkatnya *leverage* maka semakin mendukung *cost leadership strategy*.

Leverage secara tidak langsung juga berpengaruh terhadap pengambilan keputusan strategi perusahaan. Dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap pengambilan keputusan *differentiation strategy*. Menurut *bankruptcy cost hypothesis*, perusahaan dengan intensitas investasi R&D yang tinggi mengalami kesulitan untuk membayar bunga dikarenakan tingginya volatilitas return perusahaan tersebut. Meningkatnya *leverage* perusahaan juga akan meningkatkan kendala kepada manajer perusahaan dikarenakan perusahaan harus memenuhi syarat-syarat peminjaman dari kreditur yang dapat menimbulkan keterbatasan kreativitas dan inovasi yang bisa dilakukan oleh manajer.

Hasil penelitian ini mendukung hasil Ghosh (2012) yang menyatakan bahwa semakin besar utang perusahaan maka semakin menurunkan intensitas R&D.

4.2.6 Pengaruh *Firm Size* terhadap Pengambilan Keputusan Strategi

Ukuran perusahaan dapat dilihat dari *total asset*, jumlah penjualan, rata-rata total penjualan, dan rata-rata *total asset* yang menentukan perusahaan tersebut berukuran besar atau berukuran kecil. Studi ini menemukan bahwa *firm size* berpengaruh terhadap keputusan strategi baik strategi diferensiasi maupun *cost leadership*. Hasil penelitian ini menemukan bahwa semakin besar perusahaan akan cenderung melakukan investasi inovatif atau aktivitas R&D dan sebaliknya. Hal ini tidaklah mengherankan karena perusahaan besar relatif lebih mudah untuk memperoleh dana, baik dari sumber internal (*tunneling*) maupun eksternal (*perbankan*). Investasi inovatif atau R&D adalah aktivitas yang membutuhkan dana yang tidak sedikit. Sebaliknya perusahaan kecil pada industri manufaktur pada umumnya hanya mendapatkan laba yang sedikit sehingga membuat mereka tidak fleksibel untuk melakukan investasi atau aktifitas R&D yang beresiko karena *return*-nya yang tidak pasti. Jika perusahaan kecil ingin melakukan investasi dengan pendanaan dari

pihak luar seperti perbankan, mereka harus memberikan informasi keuangan terkait kondisi perusahaan mereka. Jika ukuran perusahaan terlalu kecil, biasanya mereka tidak membuat laporan keuangan. Jika perusahaan kecil memiliki laporan keuangan, perbankan juga akan bersifat sangat hati-hati menyalurkan kredit kepada mereka karena memiliki kekhawatiran industri kecil tidak mampu membayar utangnya. Hasil studi ini mendukung hasil studi Audretsch et al, (2018) di Jerman dengan membagi ukuran perusahaan pada sector manufaktur menjadi mikro, kecil dan menengah. Studi tersebut menemukan bahwa layanan intensif pengetahuan mampu menghasilkan luaran inovatif dengan melakukan investasi R&D secara konsisten.

5. KESIMPULAN, IMPLIKASI MANAJERIAL, DAN SARAN

Hasil uji penelitian ini menemukan bahwa baik pada model I dan model II, *variable voting right*, *excess control right*, *nonfinancial blockholder* dan *cash holding* tidak berpengaruh pada strategi diferensiasi. Variabel yang berpengaruh adalah *leverage* dan *firm size*. *Leverage* berpengaruh positif terhadap *cost leadership strategy* karena terbukti *leverage* dapat meningkatkan efisiensi perusahaan namun *leverage* berpengaruh negatif terhadap *differentiation strategy* dikarenakan *return* yang tidak pasti serta *fixed cost* yang menambah beban perusahaan yang mampu menghambat kreativitas dan inovasi. *Firm Size* berpengaruh positif terhadap *differentiation strategy* dikarenakan *return* serta pendanaan yang mendukung aktivitas inovasi pada perusahaan besar dan sebaliknya namun tidak menutup kemungkinan perusahaan kecil dapat meningkatkan efisien sehingga dapat disimpulkan ukuran perusahaan kecil berpengaruh positif terhadap *cost leadership strategy*.

Penelitian ini setidaknya memberikan 3 (tiga) implikasi manajerial. Pertama penelitian ini menunjukkan kegagalan suatu perusahaan tidak berkaitan dengan strategi yang disetujui oleh pemegang saham pengendali melainkan strategi lebih dipengaruhi keputusan yang dijalankan oleh manajemen perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali tidak bisa disalahkan apabila terjadi kegagalan suatu perusahaan yang dikarenakan gagal menerapkan strategi perusahaan melainkan pihak manajemen perusahaan. Manajemen perusahaan dalam lebih banyak berpengaruh dalam mengambil keputusan strategi dikarenakan manajemen perusahaan lebih memahami internal perusahaan serta memiliki kemampuan, dan pengetahuan lingkungan bisnis perusahaan dibandingkan pemegang saham pengendali. Tidak semua pemegang saham pengendali mempunyai pengetahuan serta informasi perusahaan yang cukup untuk memutuskan strategi yang tepat untuk digunakan dalam perusahaan.

Kedua, auditor, kreditur, dan pihak-pihak lainnya yang berkepentingan menjadi *aware* bahwa semakin banyak kas yang ditimbun dalam perusahaan bukan menunjukkan perusahaan tersebut memiliki likuiditas yang baik dikarenakan kas perusahaan bukanlah hasil perencanaan manajemen perusahaan tetapi gabungan hasil aktivitas perusahaan berupa operasional, pendanaan dan investasi. Dalam menganalisis pinjaman yang diberikan kepada perusahaan, kreditur perlu untuk mempertimbangkan rasio-rasio lainnya yang berpengaruh seperti *leverage ratio*, ukuran perusahaan, ROI, ROA dan sebagainya dikarenakan aktivitas-aktivitas itulah yang berpengaruh pada kas yang dihasilkan perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada likuiditas perusahaan.

Ketiga Penelitian ini juga membantu para pemegang saham pengendali dalam memonitor manajemen perusahaan serta mengatasi masalah keagenan antara *principle* dan *agent* setelah mengetahui strategi yang digunakan dalam perusahaan. Penelitian ini menunjukkan bahwa *leverage ratio* berpengaruh positif terhadap pengambilan keputusan *strategy cost leadership* namun berpengaruh negatif terhadap pengambilan keputusan strategi *differentiation*. Modal perusahaan yang berasal dari hutang juga memicu para kreditur perusahaan untuk ikut memonitor perusahaan. Namun, modal yang diperlukan untuk perusahaan yang menggunakan strategi *differentiation* lebih banyak berasal dari ekuitas perusahaan. Pemegang saham pengendali serta manajemen perusahaan harus bijaksana dalam mengambil keputusan perolehan modal untuk berinovasi dikarenakan hal tersebut berdampak langsung pada pemegang saham lainnya. Apabila keputusan kebijakan perolehan modal lebih banyak berasal dari *retained earnings* maka hal tersebut dapat menurunkan deviden yang seharusnya menjadi pendapatan para pemegang saham. Apabila keputusan perolehan modal dengan menciptakan saham, maka proporsi kepemilikan semakin rendah dan kepemilikan perusahaan semakin terdispersi yang dapat menurunkan aktivitas *monitoring* manajer perusahaan oleh para pemegang saham pengendali.

Saran

Melihat keterbatasan sebagaimana dijelaskan di atas, penulis menyadari bahwa penelitian ini tidaklah sempurna. Oleh karena itu, penulis memberikan saran-saran perbaikan untuk penelitian berikutnya mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap pengambilan keputusan strategi, antara lain, menggunakan perusahaan selain perusahaan manufaktur seperti menggunakan sampel perusahaan finansial atau menggunakan pengelompokan strategi yang berbeda.

negara-negara lainnya untuk melihat dampak atas adopsi IFRS dengan cakupan yang lebih luas.

DAFTAR PUSTAKA

- Audretsch, D., Hafenstein, M., Kritikos, A. S., & Schiersch, A. (2018). Firm Size and Innovation in the Service Sector. IZA Discussion Paper No. 12035, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3318810> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3318810>
- Berrone, P., Surroca, J., & Tribo, J. A. (2005). The Influence of Blockholders on R&D Investments Intensity: Evidence from Spain, *Business Economics Series*, pp. 1-27
- Budiyanti, H., Husnan, S., & Hanafi, M. (2018). The Effect of Pyramidal Ownership Structure to the Financing Policies and Firm Value in Indonesia: Cronyman as Moderating Variable, *Jurnal Dinamika Akuntansi*, Volume 10, Nomor 1.
- Chen, C., Xia, D., & Zhu, S. (2010). Corporate Pyramid, Capital Investment and Firm Performance. SSRN Elctronic Journal
- Christina, Y. T dan E. Ekawati (2014), Excess Cash Holdings Dan Kepemilikan Institusional Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI, *Jurnal Manajemen Strategi Bisnis dan Kewirausahaan*, Vol.8 No.1
- Choi, D., Choi, S., Gam, Y. K., & Shin, H. (2020), Corporate Fraud Under Pyramidal Ownership Structure: Evidence From A Regulatory Reform, *Emerging Market Review*, Volume 45.
- Fanani, Z., & S, Y. Hendrik (2016), Struktur Kepemilikan dan Nilai Perusahaan, *Journal of Islamic Economics and Business*, Volume 9, Nomor 1.
- Ghosh, S. (2012). Does R&D intensity influence leverage? Evidence from Indian firm-level data, *Journal of International Entrepreneurship*, Vol 10, No.2.
- He, Z., & Wintoki, M. B. (2016). The Cost of Innovation: R&D and High Cash Holdings in U.S. firms., *Journal of Corporate Finance*, Volume 41, pp280-303
- Ifada, L. M., & Inayah, N. (2017). Analisis Pengaruh Tingkat Leverage terhadap Kinerja Perusahaan (Studi pada Perusahaan Food and Beverage yang Terdaftar di BEI Tahun 2011-2013), *Jurnal Ilmiah Ekonomi*, Vol 12 No.1
- Kang, S., Chung D. Y., Kim D. S (2019), The effect of institutional blockholders' short-termism on firm innovation: Evidence from the Korean market, *Pacific-Basin Finance Journal*, 57
- Korkmaz, A. G., Ma, Q., & Zhou, H. (2017). Blockholder Characteristics and Earnings Quality, *Journal of Accounting and Finance*, Volume 17, No.3
- Malawat, F. F dan C. Widodo (2022), Kepemilikan Ultimate Perusahaan di Indonesia: Praktik Tunneling, *Jurnal Ekonomi Modernisasi*, Volume 18, No.1, pp120-131
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. 13(2), 187-221.
- Nakajo, A. (1995). Analysis of Firm Size Effect on R&D Activities in Japan. *Journal of Applied Input-Output Analysis*, 2(2).
- Nikolic, J., & Babic, V. (2016). The implications of ownership concentration for shareholder protection and strategic decision-making, *Economic Annals*, Volume LXI, No. 211.
- Nopitasari, Hana, Tiorida, E., & Sarah, S. (2017). Pengaruh Financial Leverage Terhadap Kinerja Keuangan (Studi Pada Perusahaan Properti dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015), *Jurnal Riset Bisnis dan Investasi*, Vol 3, No.3.
- Porta, R. L., F. Lopez-De-Silanes, dan A. Shleifer. 1999. Corporate Ownership Around the World, *The Journal of Finance*, Vol. LIV, No. 2.
- Rong Z, X. Wu, P. Boeing, (2017), The Effect of Institutional Ownership on Firm Innovation: Evidence from Chinese Listed Firm, *Research Policy*, Vol 46 No.9.
- Rossi, A., S. Vismara, M. Meoli (2018), Voting Rights Delivery in Investment-Based Crowdfunding: A Cross Platform Analysis, *Economia e Politica Industriale*, pp. 1-38
- Sitarja, M., dan Wirawardhana (2017), Dampak Penghindaran Pajak, Kepemilikan Blockholder, Komisaris Independen dan Komite Audit Terhadap Nilai Perusahaan, *Indonesian Journal of Accounting and Governance (IJAG)*, 1(2).
- Thraya M. F., dan T. Hamzah (2019), Bidder Excess Control, Target Overpayment, and Control Contestability: Evidence from France, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, pp. 1-13
- Ullah W., S. Ali, S. Mehmood (2017), Impact of Excess Control, Ownership Structure, and Corporate Governance on Firm Performance of Diversified

Group Firms in Pakistan, *Business and Economic Review*, Vol. 9 No.2, pp. 49-72.

Valipour, H., Birjandi, H., & Honarbakhsh, S. (2012). The Effects of Cost Leadership Strategy and Product Differentiation Strategy, *Journal of Asian Business Strategy*, Vol 2, No.1

Wang, X., J. Cao, Q.Liu, J. Tang, G.G Tian, (2015), Disproportionate ownership structure and IPO long-run performance of non-SOEs in China, *China Economic Review*, Vol32, pp. 27-42

Yermack, D. (2010), Shareholder Voting and Corporate Governance, *Annual Review of Financial Economics*, 2, 103-125.

Zhao, Y, (2017), Research on the Relationship between R&D Investment and Cash Holdings of Enterprise, *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, volume 101.