



Ketidakpastian Lingkungan Bisnis, Keputusan Investasi dan Kinerja Perusahaan pada Industri Manufaktur

Dianwicakasih Arieftiara*, Mariana

Universitas Negeri Surabaya

*Corresponding author: dianwicakasih@unesa.ac.id

<http://dx.doi.org/10.24815/jdab.v5i2.10581>

ARTICLE INFORMATION

ABSTRACT

Article history:

Received date: 26 June 2018

Received in revised form: 13 August 2018

Accepted: 15 August 2018

Available online: 30 September 2018

Keywords:

Environmental uncertainty, firm's performance, investment decision.

This study aims to investigate the effect of environmental uncertainty as an antecedent to the relation of investment decision with firm's performance. This study applies a comprehensive measure of environmental uncertainty. Using data from listed companies on Indonesian Stock Exchange (IDX) for the period of 2009-2012, with purposive random sampling method and Two Stage Linear Regression (TSLS) method, this study found that the environmental uncertainty positively affects the managers' investment decision. Moreover this study documented that the managers' investment decisions, which taken by considering environmental uncertainty condition, increase the level of firm's financial performance. This study provides empirical evidence of antecedence effect of environmental uncertainty on the relationship of investment decision and firms' performance. The findings suggest that environmental uncertainty makes manager to take better investment decision, and it will eventually affect the firms' performance.

©2018 FEB USK. All rights reserved.

1. Pendahuluan

Setiap tahunnya perusahaan mengalokasikan bagian laba bersih yang diperoleh untuk dibagikan kepada pemegang saham atau untuk diinvestasikan kembali. Keputusan investasi dari bagian alokasi laba tersebut umumnya diserahkan kepada pihak manajemen perusahaan dengan tetap mendapat pengawasan dari dewan komisaris dan disetujui dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Pada berbagai literatur manajemen keuangan perusahaan membahas pentingnya perencanaan, dan pengelolaan sumber daya perusahaan termasuk bagaimana penggunaan bagian laba yang tidak dibagikan kepada pemegang saham (Horne & Wachowicz, 2008).

Penggunaan bagian laba yang tidak dibagikan kepada pemegang saham digunakan untuk

membiayai investasi perusahaan. Keputusan investasi perusahaan dapat dilihat melalui peningkatan jumlah aset tetap, peningkatan pada modal kerja maupun dari pertumbuhan perusahaan, atau melalui serangkaian peluang investasi perusahaan (*Investment Opportunity Set/IOS*). Peluang investasi perusahaan merupakan hal penting dalam keuangan perusahaan (*corporate finance*). Bauran aset dan peluang investasi mempengaruhi struktur modal, struktur perjanjian dan kematangan kontrak utang, kebijakan deviden perusahaan, kontrak kompensasi dan kebijakan akuntansi. Kallapur & Trombley (2001) menemukan bahwa IOS perusahaan berpengaruh terhadap nilai pasar suatu perusahaan. Gaver & Gaver (1993) bahwa IOS merupakan ketersediaan alternatif investasi masa depan yang dapat dimanfaatkan perusahaan.

Keputusan perusahaan untuk memanfaatkan IOS dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Beberapa penelitian terdahulu menemukan bahwa keputusan IOS dipengaruhi oleh banyak faktor, seperti tingkat profitabilitas tahun sebelumnya, arus kas bebas, ukuran perusahaan, umur perusahaan, tingkat utang, pertumbuhan perusahaan, dan kondisi lingkungan bisnis (Kallapur & Trombley, 2001; Hutchinson & Gul, 2004; Bokpin & Onumah, 2009; Aktas, Croci, & Petmezas, 2015; Sohn, 2016). Beberapa penelitian terdahulu membuktikan bahwa ketidakpastian lingkungan eksternal perusahaan berpengaruh terhadap keputusan manajer, jika menghadapi ketidakpastian lingkungan yang tinggi atau meningkat dapat menyebabkan manajer mengambil keputusan (diskresi) yang berbeda dibandingkan jika dalam kondisi lingkungan yang stabil. Hasil penelitian terdahulu menemukan bahwa tingkat investasi berkurang seiring dengan meningkatnya ketidakpastian lingkungan bisnis yang dihadapi oleh perusahaan, namun pada level ketidakpastian tertentu tingkat investasi kembali meningkat (Davila & Wouters, 2005; Dunk & Nouri, 1998; Ghosh & Olsen, 2009; Sohn, 2016). Umumnya penelitian terdahulu menggunakan metode survey dalam pengukuran ketidakpastian lingkungan dan menggunakan dimensi ketidakpastian secara terpisah (Amoako-Gyampah, 2003; Desarbo, Di Benedetto, Song, & Sinha, 2005; Freel, 2005; Tjahjadi, 2011; Lopez-Gamero, Molina-Azorin, & Claver-Cortes, 2011; Ali, Topaloglu, Parnell, & Lester, 2013).

Penelitian ini menggunakan *Environmental Uncertainty Index* (EUI) untuk mengukur ketidakpastian lingkungan eksternal perusahaan. Sebelumnya pengukuran EUI telah dikembangkan oleh Arieftiara, Utama, & Wardhani (2017). Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh EUI terhadap keputusan investasi manajer. Penelitian ini berbeda dengan penelitian terdahulu. Penelitian ini menggunakan data sekunder dan menggunakan 3 dimensi ketidakpastian lingkungan secara sekaligus meliputi ketidakpastian pasar, ketidakpastian

persaingan dan ketidakpastian teknologi melalui sebuah indeks, yaitu indeks ketidakpastian lingkungan (EUI). Pada konteks penelitian berbeda, Arieftiara (2017) berhasil membuktikan bahwa EUI lebih komprehensif mengukur ketidakpastian lingkungan.

Tujuan lain penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh keputusan investasi perusahaan (yang dibuat oleh manajer dengan mempertimbangkan dampak dari ketidakpastian lingkungan bisnis) terhadap kinerja perusahaan. Bukti empiris mengenai pengaruh anteseden ketidakpastian lingkungan bisnis terhadap hubungan antara keputusan investasi dan kinerja perusahaan masih sangat terbatas. Pada penelitian ini mempertimbangkan faktor anteseden dalam menguji pengaruh keputusan investasi terhadap kinerja perusahaan yang berbeda dengan penelitian terdahulu, misalnya, Baños-caballero, García-teruel, & Martínez-solano (2013), dan Tahir & Anuar (2016).

Dari uraian di atas, maka dapat dimungkinkan bahwa keputusan manajer dalam investasi dapat berbeda dan lebih tepat jika analisis atas lingkungan bisnis dapat dilakukan secara komprehensif melalui EUI, dan pada akhirnya berpengaruh berbeda terhadap kinerja perusahaan.

Pada bagian selanjutnya dari artikel ini terdiri dari kajian literatur, kerangka konseptual dan pengembangan hipotesis. Kemudian artikel ini membahas metode penelitian, hasil dan pembahasan, diikuti oleh kesimpulan, keterbatasan dan saran untuk penelitian selanjutnya.

2. Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

Teori Keagenan

Menurut Jensen & Meckling (1976) perusahaan merupakan sekumpulan kontrak (*nexus of contracts*) dengan berbagai pihak, yang terdiri dari prinsipal dan agen. Teori keagenan menjelaskan mengenai berbagai hubungan keagenan dalam perusahaan, misalnya hubungan keagenan antara pemegang saham sebagai

prinsipal dan manajer sebagai agen. Sebagai agen dari pemegang saham, manajer berkewajiban untuk mengelola dan mengambil berbagai keputusan dengan memperhatikan kepentingan pemegang saham. Keputusan tersebut termasuk didalamnya adalah keputusan investasi

Untuk memastikan bahwa agen mengelola aset prinsipal secara benar dan tidak mengutamakan kepentingan pribadi, maka perlu diterapkan mekanisme pengawasan melalui *corporate governance*. Manajer sebagai agen, jika dalam pengambilan keputusan investasi menganalisis dengan lebih komprehensif kondisi ketidakpastian lingkungan bisnis, maka keputusan tersebut akan lebih tepat dan pada akhirnya dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Teori Kepengurusan (Stewardship Theory)

Teori kepengurusan (*stewardship theory*) dapat dikatakan merupakan teori kelanjutan yang merespon adanya teori keagenan yang dirumuskan oleh (Donaldson & Davis, 1991). Lebih spesifik, teori ini menjelaskan bahwa kecenderungan timbulnya masalah keagenan (*agency problem*) akibat adanya pemisahan antara pemilik dan pengelola perusahaan tidak selalu mengarah pada manajer yang mengutamakan kepentingan pribadi manajer sendiri dan tidak memperhatikan kepentingan pemegang saham.

Menurut teori kepengurusan, manajer merupakan pengurus perusahaan yang bekerja dengan motivasi utama adalah tercapainya tujuan perusahaan, bukan untuk mengejar keuntungan pribadi (Tidajoh, 2015). Menurut teori ini, manajer mengelola perusahaan dengan mementingkan kepentingan pemegang saham dan kepentingan kolektif para stakeholder lain, manajer tidak berupaya untuk memaksimalkan utilitas pribadinya. Meskipun demikian, bukan berarti manajer tidak memikirkan utilitas pribadinya, teori kepengurusan mengasumsikan bahwa pengurus perusahaan memiliki kepentingan pribadi yang selaras dengan kepentingan prinsipalnya dan

mendahulukan kepentingan bersama dibandingkan kepentingan pribadinya.

Teori Kontinjensi

Anthony & Govindarajan (2007) menjelaskan bahwa tidak ada satu strategi, sistem akuntansi manajemen, sistem pengendalian manajemen dan struktur organisasi yang baik diterapkan di seluruh perusahaan, akan tetapi hasilnya tergantung pada kondisi internal dan eksternal perusahaan tersebut. Kondisi internal dan eksternal yang mempengaruhi hasil penerapan strategi, sistem dan struktur pada suatu perusahaan disebut sebagai variabel kontekstual dalam teori kontinjensi. Seperti halnya yang dijelaskan oleh Otley (1980) bahwa di dalam teori kontinjensi terdapat hipotesis utama yaitu tidak ada satu sistem atau praktik akuntansi manajemen dan manajemen strategi yang fit (cocok) diterapkan pada semua organisasi dengan berbagai kondisi lokasi, budaya dan karakteristik. Demikian pula keputusan manajer terkait investasi, harus sesuai dengan karakteristik (kapabilitas) internal perusahaan serta kondisi eksternal perusahaan berupa lingkungan bisnis (persaingan).

Keputusan Investasi Perusahaan

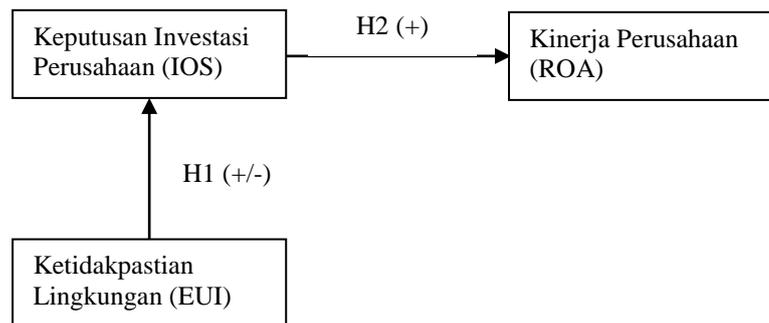
Investment Opportunity Set (IOS) merupakan salah satu proksi dalam mengukur keputusan investasi perusahaan, dan konsep ini dikemukakan oleh Myers (1977) di mana nilai suatu perusahaan ditentukan oleh nilai dari aset yang dimiliki perusahaan dan juga nilai yang akan diperoleh dari suatu opsi investasi pada proyek yang memiliki nilai kini bersih (*net present value/NPV*) positif di masa yang akan datang. Pada prakteknya, IOS dipahami sebagai peluang investasi, peluang pertumbuhan (*growth opportunities*) serta dapat diartikan sebagai aset perusahaan di masa depan yang belum terealisasi dan masih bergantung pada kebijakan investasi diskresioner perusahaan di masa yang akan datang (Tidajoh, 2015). Selain itu Myers (1977) mengemukakan bahwa IOS adalah peluang atau prospek, oleh karena itu manajer

dapat memanfaatkan peluang atau merealisasi prospek tersebut sehingga perusahaan dapat bertumbuh, demikian pula jika tidak dimanfaatkan maka perusahaan tidak menerima *value* (tidak bertumbuh), peluang akan berlalu begitu saja (*expired*). Oleh karena sifatnya yang demikian, maka IOS adalah *unobserved* sehingga hanya dapat diukur menggunakan *proxy* yang dapat diklasifikasikan ke dalam (1) *price-based proxy*;

(2) *investment-based proxy*; (3) *variance measure*; dan (4) *composite measure*.

Kerangka Konseptual Penelitian

Berdasarkan pada tujuan, teori, dan penelitian terdahulu, maka kerangka konseptual penelitian ini adalah sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian

Penelitian ini berfokus pada bagaimana keputusan manajer atas investasi mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan, di penelitian ini mempertimbangkan keputusan investasi manajer yang dibuat berdasarkan analisis manajer terkait kondisi lingkungan bisnis yang dihadapi perusahaan. Penjelasan secara lengkap kerangka konseptual ini akan dijelaskan pada bagian pengembangan hipotesis.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Ketidakpastian Lingkungan terhadap Keputusan Investasi Perusahaan

Berdasarkan literatur mengenai organisasi, komponen dari ketidakpastian lingkungan adalah ketidakpastian persaingan, ketidakpastian pasar, ketidakpastian teknologi dan ketidakpastian regulasi (Amoako-Gyampah, 2003; Desarbo et al., 2005; Freel, 2005; Tjahjadi, 2011; Lopez-Gamero et al., 2011; Ali et al., 2013; Ariefiara, 2017) Intensitas persaingan merupakan indikator adanya ketidakpastian pasar, yaitu tingkat sejauh mana para pemain bisnis pada industri yang sama, semakin banyak pemain bisnisnya maka semakin besar intensitas persaingannya (Ariefiara, 2017).

Intensitas persaingan merupakan sejauh mana kompetisi yang dihadapi suatu perusahaan dalam suatu industry (Jaworski & Kohli, 1993). Ketidakpastian pasar merupakan perubahan selera konsumen yang terjadi secara cepat. Ketidakpastian teknologi merupakan ketidakpastian yang terjadi karena berkembangnya teknologi secara pesat dan dapat mempengaruhi proses produksi maupun distribusi/pemasaran suatu produk/jasa. Ketidakpastian lingkungan berhubungan dengan respon tindakan dan diskresi manajer, jika menghadapi ketidakpastian lingkungan yang tinggi atau meningkat dapat menyebabkan manajer mengambil keputusan (diskresi) yang berbeda dibandingkan jika dalam kondisi persaingan yang rendah (Dunk & Nouri, 1998; Davila & Wouters, 2005; Ghosh & Olsen, 2009; Ariefiara, 2017). Demikian pula keputusan investasi dapat dipengaruhi oleh analisis manajer atas kondisi ketidakpastian lingkungan.

Sohn (2016) menemukan bahwa tingkat investasi berkurang seiring dengan meningkatnya ketidakpastian lingkungan bisnis yang dihadapi oleh perusahaan, namun pada level ketidakpastian tertentu tingkat investasi kembali meningkat.

Sebaliknya, Huang & Pearce (2015) membuktikan bahwa investor yang berani mengambil risiko meningkatkan investasinya pada saat kondisi ketidakpastian lingkungan tinggi. Dengan demikian maka penelitian ini tidak memprediksi arah hubungan antara ketidakpastian lingkungan bisnis dengan keputusan investasi manajer, sehingga hipotesis pertama adalah sebagai berikut:

H1: Ketidakpastian lingkungan bisnis berpengaruh terhadap keputusan investasi manajer.

Pengaruh Anteseden Ketidakpastian Lingkungan terhadap Hubungan antara Keputusan Investasi dan Kinerja Perusahaan

Penelitian terdahulu membuktikan bahwa keputusan investasi perusahaan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan Baños-caballero, García-teruel, & Martínez-solano (2013); Tidajoh (2015) Tahir & Anuar (2016) Sesuai dengan teori kepengurusan, manajer akan mengambil keputusan dengan sebaik-baiknya untuk tercapainya tujuan perusahaan, yaitu salah satunya kinerja keuangan perusahaan yang tinggi. Segala keputusan yang dibuat manajer tersebut akan lebih efektif apabila manajer mempertimbangkan kondisi eksternal perusahaan.

Acquaah (2013) menyebutkan bahwa sistem pengendalian manajemen interaktif, dimana didalamnya termasuk fleksibilitas manajer yang melibatkan dirinya secara personal dalam mengambil keputusan strategis dengan mempertimbangkan kondisi eksternal perusahaan berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan. Demikian pula jika manajer mengambil keputusan investasi. Hasil dari keputusan investasi yang diperoleh dapat lebih tinggi jika sebelum mengambil keputusan tersebut manajer telah menganalisis dengan baik kondisi lingkungan eksternal perusahaan. Hal ini pada akhirnya mampu meningkatkan kinerja perusahaan. Dari penjelasan tersebut, maka hipotesis kedua penelitian ini adalah sebagai berikut:

H2: Keputusan investasi manajer yang diambil dengan mempertimbangkan kondisi ketidakpastian lingkungan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

3. Metode Penelitian

Sampel dan Data

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif, dengan metode pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Adapun kriteria sampel adalah: perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) pada tahun 2009-2012, perusahaan manufaktur dipilih karena peluang investasi pada aset tetap maupun investasi lain lebih terbuka. Tahun 2009-2012 dipilih karena kondisi ketidakpastian lingkungan bisnis fluktuatif pasca terjadi krisis global tahun 2008. Perlambatan ekonomi sempat terjadi di 2009, dan mengalami pertumbuhan di 2010 dan 2011. Pada 2012 perekonomian Indonesia mulai terkena imbas dari lesunya perekonomian global. Melambatnya ekonomi beberapa mitra dagang Indonesia, terutama China, ditambah merosotnya harga komoditas global, nilai ekspor Indonesia mengalami penurunan terutama sejak pertengahan 2012. Namun sebaliknya, pertumbuhan perekonomian domestik secara keseluruhan tetap tumbuh karena kuatnya permintaan domestik (Bank Indonesia, 2018). Data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder, yaitu laporan keuangan, laporan tahunan perusahaan manufaktur, data harga pasar saham. Data penelitian diperoleh melalui web BEI, dan database pasar modal.

Model Analisis

Sesuai dengan hipotesis penelitian, maka penelitian ini menggunakan model analisis *Two-Stage Linear Regression (TSLS)* atau regresi linear berganda dua tahap. Model TSLS digunakan karena tujuan penelitian ini adalah untuk membuktikan adanya pengaruh anteseden atas hubungan 2 variabel lain. Menurut Gujarati & Porter (2009) model 2SLS merupakan model

analisis yang sesuai untuk mengestimasi model yang terdapat variabel independen yang bersifat endogen.

Model Empiris

Pengaruh Ketidakpastian Lingkungan terhadap Keputusan Investasi Manajer

Hipotesis 1 penelitian ini bertujuan untuk membuktikan bahwa ketidakpastian lingkungan mempengaruhi keputusan investasi manajer. Berdasarkan Kallapur & Trombley (2001) Hutchinson & Gul (2004); Bokpin & Onumah (2009); Sohn (2016), maka pengujian hipotesis 1 menggunakan model berikut:

$$IOS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EUI_{it} + \alpha_2 LEV_{it} + \alpha_3 DIV_{it} + \alpha_4 ROA_{it-1} + \alpha_5 SIZE_{it} + \alpha_6 GRW_{it} + \alpha_7 RISK_{it} + \alpha_8 FCF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Dimana:

IOS_{it} = Keputusan investasi perusahaan yang diproksikan dengan *Investment Opportunity Set* perusahaan i pada tahun t , merupakan factor score dari MBVA, yaitu [(total assets-total common equity) + shares outstanding x share closing price]/total assets; MBVE, yaitu (shares outstanding x share closing price)/total common equity; dan PPEMVA, yaitu gross property, plant and equipment/ (market value of the firm + non-current liabilities).

EUI_{it} = Ketidakpastian lingkungan yang diproksikan dengan *Environmental Uncertainty Index* (EUI), merupakan indeks ketidakpastian lingkungan, yaitu ukuran komposit yang terdiri dari: ketidakpastian pasar, ketidakpastian persaingan, dan ketidakpastian teknologi;

LEV_{it} = Total debt interest bearing dibagi dengan total aset perusahaan i pada tahun t ;

DIV_{it} = Pembayaran dividen (dividen per share dibagi dengan earning per share).

ROA_{it-1} = Profitabilitas perusahaan i tahun sebelumnya ($t-1$), yaitu rasio laba

akuntansi sebelum pajak ditambah beban bunga setelah pajak terhadap total aset.

$SIZE_{it}$ = Ukuran perusahaan yaitu natural logaritma dari total aset;

GRW_{it} = Pertumbuhan perusahaan i pada tahun t , diukur dari logaritma *market value of asset (total debt + MVE)*, MVE = harga saham x jumlah saham beredar.

$RISK_{it}$ = Resiko bisnis perusahaan i , yaitu standar deviasi dari [(revenue_t-revenue_{t-1})/mean revenue].

FCF_{it} = Arus kas bebas (*free cash flow*), selisih antara arus kas operasi (CFO) dengan pengeluaran modal (*capital expenditure*) diskalakan dengan total aset.

Kriteria penerimaan H1 adalah $\alpha_1 \neq 0$, yaitu ketidakpastian lingkungan (EUI) dapat meningkatkan/menurunkan keputusan investasi manajer (IOS) dengan asumsi pengaruh variabel lain adalah konstan. Adapun prediksi untuk variabel kontrol adalah $\alpha_2 \neq 0$; $\alpha_3 < 0$; $\alpha_4 > 0$; $\alpha_5 > 0$; $\alpha_6 > 0$; $\alpha_7 < 0$; dan $\alpha_8 > 0$.

Pengaruh Keputusan Investasi Manajer terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Untuk membuktikan hipotesis 2, yaitu dampak kinerja keuangan atas IOS yang telah mendapat pengaruh dari EUI, maka nilai prediksi (*fitted value*) dari IOS pada model (1) di atas digunakan sebagai nilai variabel independen ($fvIOS$) pada model (2). Berdasarkan Hutchinson & Gul (2004), maka model (2) adalah sebagai berikut:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 fvIOS_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \beta_4 ROA_{it-1} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 SGRW_{it} + e_{it} \quad (2)$$

Di mana:

ROA_{it} = Profitabilitas perusahaan i tahun t yaitu rasio laba akuntansi sebelum pajak ditambah beban bunga setelah pajak terhadap total aset.

$fvIOS_{it}$ = Nilai prediksi dari IOS (hasil regresi model (1))

$SGRW_{it}$ = Pertumbuhan penjualan, merupakan logaritma natural dari selisih penjualan tahun ini dengan tahun sebelumnya.

Keterangan variabel yang lain lihat model (1)

Kriteria penerimaan H2 adalah $\beta_1 > 0$, yaitu semakin tinggi IOS yang dimanfaatkan oleh perusahaan (dengan mempertimbangkan kondisi lingkungan bisnis) maka semakin tinggi kinerja perusahaan, dengan asumsi pengaruh variabel lain adalah konstan. Adapun prediksi untuk variabel kontrol adalah $\beta_2 \neq 0$; $\beta_3 < 0$; $\beta_4 > 0$; $\beta_5 > 0$; dan $\beta_6 > 0$

Operasionalisasi Variabel

Keputusan Investasi Manajer

Merupakan keputusan manajer untuk memanfaatkan opsi dan peluang investasi yang tersedia, diproksikan menggunakan *Investment Opportunity Set (IOS)*. Mengikuti Hutchinson & Gul (2004), IOS diukur menggunakan ukuran (1) ratio antara nilai pasar aset dibanding dengan nilai buku aset (MBVA); (2) ratio antara nilai pasar saham dibanding dengan nilai buku saham (MBVE); (3) ratio antara aset tetap (property, plant dan equipment) dibanding dengan nilai pasar perusahaan (PPEMVA).

Mengikuti Hutchinson & Gul (2004) penelitian ini mencari nilai faktor (*factor score*) dari ketiga proksi tersebut sebagai nilai variabel IOS. *Confirmatory factor analysis (CFA)* digunakan dalam mencari nilai faktor IOS.

Ketidakpastian Lingkungan

Merupakan kondisi lingkungan bisnis di luar perusahaan, yang dapat mempengaruhi manajer dalam menentukan strategi bisnis. Mengikuti Ariefiara (2017) menggunakan 3 komponen sebagai proksi ketidakpastian lingkungan, yaitu:

- 1) Ketidakpastian pasar (CVSALES) menunjukkan adanya perubahan selera konsumen, diukur dengan standar deviasi dari penjualan (Ghosh & Olsen, 2009).

- 2) Ketidakpastian persaingan (*competitive intensity/COMPINT*), merupakan tingkat kompetisi yang dihadapi perusahaan pada pasar tertentu (Jaworski & Kohli, 1993)

- 3) Ketidakpastian teknologi (TECH), merupakan tingkat perubahan teknologi yang dihadapi oleh perusahaan sesuai dengan jenis industrinya (Yusuf, 2002). Ketidakpastian teknologi (TECH) dapat diukur menggunakan proksi intensitas inovasi yang dilakukan oleh 3 kompetitor terbesar dalam satu jenis industri yang sama selama kurun waktu 3 tahun terakhir. Penggunaan 3 kompetitor terbesar dalam satu jenis industri ini sebelumnya telah digunakan oleh Hambrick (1983) dan telah teruji validitasnya. Kurun waktu antara 3-5 tahun merupakan waktu yang cukup memadai untuk menilai penerapan strategi maupun mengevaluasi capaian dari tindakan atau perubahan yang dilakukan perusahaan (Ittner, Larcker, Rajan, 1997; Hambrick, 1983). Inovasi yang dilakukan perusahaan dapat berupa adanya peluncuran/perkenalan produk baru pembukaan/pendirian cabang/pabrik baru atau pendirian departemen yang mendukung sistem produksi dan distribusi perusahaan (Ittner, Larcker, Rajan, 1997; Geroski, Mata, & Portugal, 2007).

Kemungkinan nilai (*score*) yang diperoleh masing-masing perusahaan adalah: bernilai 2 (dua) jika terdapat lebih dari 1 inovasi; bernilai 1(satu) jika terdapat minimal 1 inovasi; dan 0 (nol) jika tidak ada inovasi atau tidak terdapat informasinya pada laporan tahunan perusahaan. Skor ketiga perusahaan untuk masing-masing industri kemudian di jumlah. Total skor yang diperoleh masing-masing industri menunjukkan ketidakpastian teknologi yang dihadapi setiap perusahaan dalam industri tersebut. Makin tinggi jumlah total skor yang diperoleh suatu industri menunjukkan makin tinggi pula ketidakpastian teknologi pada industri tersebut.

Setelah diperoleh nilai masing-masing proksi tersebut, kemudian dihitung *percentile rank* untuk masing-masing perusahaan sesuai sektor industri. Indeks ketidakpastian lingkungan masing-masing perusahaan merupakan jumlah rata-rata *percentile rank* dari ketiga proksi. Jika jumlah nilai rata-rata 0.5 keatas maka ketidakpastian tinggi, jika kurang dari 0.5 maka ketidakpastian rendah.

Variabel Kontrol

1) Leverage

Merupakan *interest bearing debt* baik jangka pendek maupun jangka panjang. Diukur menggunakan total utang dibagi total aset. Tingkat utang perlu dikontrol karena dapat berpengaruh pada keputusan investasi perusahaan. Pengaruh tingkat utang terhadap investasi perusahaan dapat positif dan negatif. *Leverage* dapat berhubungan positif terhadap investasi, yaitu ketika utang meningkat maka perusahaan memiliki banyak dana yang akan digunakan untuk membiayai investasi. Selain itu peningkatan utang dapat mengakibatkan meningkatnya resiko kebangkrutan perusahaan sehingga manajer mengurangi tingkat investasinya untuk mengurangi potensi risiko yang lebih besar.

2) Dividen

Merupakan pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan, alokasi laba bersih perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham dapat berpengaruh terhadap jumlah laba yang akan diinvestasikan kembali ke perusahaan baik (Jensen, 1986). Variabel DIV diukur menggunakan dividen per share dibagi dengan earning per share.

3) Profitabilitas (ROA)

Merupakan kinerja keuangan perusahaan, perlu dikontrol karena perusahaan yang profitabilitasnya tinggi maka tingkat laba bersih tinggi sehingga dapat meningkatkan kemampuan perusahaan untuk melakukan investasi di tahun berikutnya. Diukur menggunakan ROA (rasio laba akuntansi

sebelum pajak ditambah beban bunga setelah pajak terhadap total aset).

4) Ukuran perusahaan (SIZE)

Ukuran perusahaan diukur menggunakan logaritma dari total aset. Ukuran perusahaan perlu dikontrol karena perusahaan yang lebih besar memiliki sumber daya yang lebih besar sehingga dapat melakukan investasi yang lebih besar pula (Lin & Lin, 2016).

5) Pertumbuhan perusahaan (GRW)

Pertumbuhan perusahaan, yang diukur menggunakan logaritma *market value of asset (total debt + MVE)*, $MVE = \text{harga saham} \times \text{jumlah saham beredar}$. Pertumbuhan perusahaan dikontrol karena perusahaan yang bertumbuh cenderung memiliki laba bersih yang tinggi sehingga kesempatan investasi tinggi (Brush, Bromiley, & Hendrickx, 2000).

6) Resiko bisnis (RISK)

Merupakan tingkat resiko bisnis perusahaan, diukur menggunakan standar deviasi dari $[(\text{revenue}_t - \text{revenue}_{t-1}) / \text{mean revenue}]$ (Pindyck, 1988). Resiko bisnis perusahaan perlu dikontrol karena mempengaruhi keputusan perusahaan untuk melakukan investasi. Perusahaan yang memiliki resiko bisnis tinggi akan cenderung mengurangi investasinya sehingga dapat mengurangi resiko yang berasal dari ketidakpastian hasil dari investasinya.

7) Arus kas bebas (*free cash flow/FCF*)

Merupakan selisih antara arus kas operasi (CFO) dengan pengeluaran modal (*capital expenditure*) dibagi dengan total aset Jensen (1986) menjelaskan bahwa semakin besar arus kas bebas berhubungan positif dengan investasi perusahaan. Arus kas bebas perlu dikontrol untuk memastikan bahwa investasi pada IOS bukan berasal dari besarnya arus kas bebas perusahaan tetapi lebih kepada keputusan modal kerja dan sebaliknya.

8) Pertumbuhan penjualan (SGRW)

Merupakan kemampuan perusahaan bertumbuh yang diukur melalui pertumbuhan

penjualan atau logaritma natural dari selisih penjualan tahun berjalan dengan tahun sebelumnya. Brush et al., (2000) menemukan bahwa pertumbuhan penjualan berhubungan positif terhadap kinerja.

Pertumbuhan penjualan perlu dikontrol untuk mengetahui sejauh mana investasi mempengaruhi kinerja perusahaan, bukan pengaruh yang berasal dari pertumbuhan penjualan.

Pengujian Asumsi Klasik

Penelitian ini menggunakan model regresi linear berganda dua tahap (2SLS) dengan menggunakan data panel. Pengujian asumsi klasik digunakan untuk memperoleh persamaan linear terbaik yang bebas dari multikolinearitas dan heteroskedastisitas dan data memiliki distribusi normal. Pengujian autokorelasi tidak dilakukan, karena data panel memiliki kelebihan yaitu berupa variasi yang lebih banyak serta potensi kolinearitas antar variabel lebih sedikit dibandingkan data *time series* dan data *cross section* (Gujarati & Porter, 2009).

Disesuaikan dengan format data panel, maka terlebih dahulu dilakukan pengujian model efek tetap, model efek random, ataupun regresi data pool untuk mengetahui model estimasi terbaik. Pengujian ini menggunakan uji Chow, uji Hausman, dan uji *Breusch and Pagan Lagrangian multiplier*.

Pengujian Sensitivitas

Mengikuti Hutchinson & Gul (2004) pengujian sensitivitas ini dilakukan dengan mengganti ukuran IOS, yaitu hanya menggunakan salah satu komponen pembentuk nilai faktor IOS, ukuran tersebut adalah MBVA (*market to book value of aset*). Beberapa penelitian terdahulu menggunakan satu ukuran ini sebagai proksi IOS (Smith & Watts, 1986; Hossain, Cahan, & Adams, 2000). Seluruh model penelitian akan diuji kembali dengan mengganti ukuran IOS. Adapun tujuan uji sensitivitas ini adalah untuk mengetahui *robustness test* dari hasil pengujian utama.

4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

Deskripsi Sampel dan Variabel

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang memiliki data lengkap di BEI dari yang tersedia data lengkap di BEI selama 4 tahun (2009 sampai 2012). Sampel penelitian ini adalah perusahaan manufaktur dengan jumlah sampel penelitian akhir adalah 544 tahun perusahaan dan merupakan *balance panel data*. Seluruh *outlier* telah di-*treatment* menggunakan teknik *winsorizing*, yaitu menggunakan 3 kali standar deviasi dari rata-rata masing-masing variabel, *treatment* ini menghasilkan data yang berdistribusi normal, sehingga asumsi normalitas terpenuhi. Statistik deskripsi untuk seluruh variabel penelitian dapat dilihat pada tabel 1 berikut:

Tabel 1
Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Min	Max	St.Deviasi	Skewness
IOS	0.0032	-0.0213	0.0108	0.0101	-1.2468
EUI	0.4308	0.0333	0.8733	0.1662	0.1107
LEV	0.3374	0.0004	0.547945	0.4810	2.1058
DIV	11.9802	5.0304	17.1508	2.6917	0.3124
ROA _{t-1}	5.6143	-22.8552	46.3200	13.3037	-0.2192
SIZE	20.6663	9.7240	25.9180	1.9440	-0.9948
GRW	9.1273	7.0734	11.7247	0.9504	0.7728
RISK	0.0363	-0.6689	1.9968	0.4647	-1.7374
FCF	0.2013	0.0002	0.7876	0.1411	1.4923
SGRW	18.9086	9.0164	26.3949	2.2992	0.4277
fvIOS	0.0032	-0.0136	0.0168	0.0047	0.5117
ROA	3.6285	-9.8600	9.9500	3.1187	-1.0306

Keterangan

IOS_t: Keputusan investasi perusahaan yang diproksikan dengan Investment Opportunity Set perusahaan i pada tahun t, merupakan factor score dari MBVA, yaitu [(total assets-total common equity) + shares outstanding x share closing

price]/total assets; MBVE, yaitu (shares outstanding x share closing price)/total common equity; dan PPEMVA, yaitu gross property, plant and equipment/ (market value of the firm + non-current liabilities); EUI_{it} , Ketidakpastian lingkungan yang diproksikan dengan Environmental Uncertainty Index (EUI), merupakan indeks ketidakpastian lingkungan, yaitu ukuran komposit yang terdiri dari: ketidakpastian pasar, ketidakpastian persaingan, dan ketidakpastian teknologi; LEV_{it} : Total debt interest bearing dibagi dengan total aset perusahaan i pada tahun t ; DIV_{it} : Pembayaran dividen (dividen per share dibagi dengan earning per share); ROA_{it-1} : Profitabilitas perusahaan i tahun sebelumnya ($t-1$), yaitu rasio laba akuntansi sebelum pajak ditambah beban bunga setelah pajak terhadap total aset; $SIZE_{it}$: Ukuran perusahaan yaitu natural logaritma dari total aset; GRW_{it} : Pertumbuhan perusahaan i pada tahun t , diukur dari logaritma market value of asset (total debt + MVE), $MVE = \text{harga saham} \times \text{jumlah saham beredar}$; $RISK_{it}$: Resiko bisnis perusahaan i , yaitu standar deviasi dari [(revenue-previous-1)/mean revenue]; FCF_{it} : Arus kas bebas (free cash flow), selisih antara arus kas operasi (CFO) dengan pengeluaran modal (capital expenditure) diskalakan dengan total aset; ROA_{it} : Profitabilitas perusahaan i tahun t yaitu rasio laba akuntansi sebelum pajak ditambah beban bunga setelah pajak terhadap total aset; $fvIOS_{it}$: nilai prediksi dari IOS (hasil regresi model (1)); $SGRW_{it}$: Pertumbuhan penjualan, merupakan logaritma natural dari selisih penjualan tahun ini dengan tahun sebelumnya.

Sumber: Data diolah

Nilai IOS menunjukkan makna bahwa secara rata-rata, peluang investasi yang digunakan atau dimanfaatkan oleh perusahaan sampel cenderung lebih rendah dibandingkan dengan total aset dan total ekuitas yang dimiliki. Pada kurun waktu 2009-2012 secara rata-rata perusahaan manufaktur tidak melakukan investasi secara besar-besaran dikarenakan fokus menghadapi gejolak perekonomian pasca krisis 2008. Tingkat Ketidakpastian Lingkungan diukur menggunakan indeks masing-masing perusahaan yang merupakan jumlah rata-rata *percentile rank* dari ketiga proksi, yaitu yang terdiri dari tiga komponen yaitu ketidakpastian pasar, ketidakpastian persaingan dan ketidakpastian inovasi. Jika jumlah nilai rata-rata 0.5 keatas maka ketidakpastian tinggi, jika kurang dari 0.5 maka ketidakpastian rendah. Perusahaan manufaktur secara rata-rata menunjukkan tingkat EUI moderat (mendekati 0.5), ini berarti perubahan selera pasar masih didalam level yang dapat diprediksi, tidak terlalu stagnan namun tidak terlalu berubah secara drastis. Demikian halnya dengan ketidakpastian persaingan, secara rata-rata tingkat kompetisi perusahaan manufaktur tidak terkonsentrasi dan juga tidak tersebar market share-nya. Dari sudut pandang inovasi, secara rata-rata perusahaan manufaktur dapat digolongkan tidak intensif dalam berinovasi. Secara keseluruhan perusahaan sampel tidak menghadapi tingkat ketidakpastian

lingkungan yang tinggi maupun rendah, kondisi lingkungan bisnis tidak stabil dan tidak terlalu fluktuatif (bergejolak). Tingkat pertumbuhan perusahaan sampel secara rata-rata tinggi.

Hasil Analisis Data

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan data panel dan model estimasi *Two Stage Least Squares* (TSLS). Untuk memperoleh model estimasi terbaik, maka dilakukan uji asumsi klasik terlebih dahulu, hasilnya seluruh variabel tidak terjadi multikolinearitas (nilai VIF < 10). Akan tetapi uji heteroskedastisitas pada kedua model menghasilkan *p value* signifikan pada level 1%. Ini berarti semua model mengalami masalah heteroskedastisitas. Untuk mengatasi masalah tersebut, maka dilakukan *treatment*, yaitu dengan menggunakan estimasi pada model 1 dan 2 yang memiliki varian *error* yang konstan (*robust*) (Adkins & C., 2008:194).

Selain itu, sebelum menguji hipotesis, terlebih dahulu telah dilakukan uji *Chow test*, *Hausman Test* dan *Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test* atas model 1 dan 2. Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui model pengujian terbaik atas data panel apakah menggunakan *Pooled*, *Fixed-Effect Model* atau *Random-Effect Model*.

Ringkasan hasil pengujian regresi TSLS untuk model 1 dan 2 dapat dilihat pada tabel 2.

Tabel 2
Ringkasan Hasil Uji Regresi

Model 1:
 $IOS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EUI_{it} + \alpha_2 LEV_{it} + \alpha_3 DIV_{it} + \alpha_4 ROA_{it-1} + \alpha_5 SIZE_{it} + \alpha_6 GRW_{it} + \alpha_7 RISK_{it} + \alpha_8 FCF_{it} + e_{it}$

Model 2:
 $ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 fvIOS_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \beta_4 ROA_{it-1} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 SGRW_{it} + e_{it}$

Variabel	Ekspektasi Tanda	Model 1		Ekspektasi Tanda	Model 2	
		IOS Koef.	Sig.		ROA Koef.	Sig.
EUI	H1: +/-	0.0040	0.099*			
fvIOS				H2: +	71.5197	0.082*
LEV	+/-	0.0011	0.399	+/-	-0.7224	0.272
DIV	-	-0.0010	0.0695*			
ROA(lag)	+	0.0000	0.482	+	-0.0215	0.121
SIZE	+	-0.0002	0.1915	+	0.5084	0.03**
GRW	+	0.0056	0.000***			
RISK	-	0.0019	0.001			
FCF	+	0.0016	0.375	-	-1.3710	0.3
SGRW				+	0.1114	0.066*
Konstanta		-0.0360	0.001***		-8.3477	0.097*
	Model	Fixed effect		Model	Fixed Effect	
	Hetttest	Robust		Hetttest	Robust	
	R-Sq	28.78%		R-Sq	3.99%	
	Prob. F(stat)	0.000		Prob. F(stat)	0.0429	
	N	544		N	544	

Keterangan

IOS_{it} : Keputusan investasi perusahaan yang diprosikan dengan Investment Opportunity Set perusahaan i pada tahun t, merupakan factor score dari MBVA, yaitu [(total assets-total common equity) + shares outstanding x share closing price]/total assets; MBVE, yaitu (shares outstanding x share closing price)/total common equity; dan PPEMVA, yaitu gross property, plant and equipment/ (market value of the firm + non-current liabilities); EUI_{it} : Ketidakpastian lingkungan yang diprosikan dengan Environmental Uncertainty Index (EUI), merupakan indeks ketidakpastian lingkungan, yaitu ukuran komposit yang terdiri dari: ketidakpastian pasar, ketidakpastian persaingan, dan ketidakpastian teknologi; LEV_{it} : Total debt interest bearing dibagi dengan total aset perusahaan i pada tahun t; DIV_{it} : Pembayaran dividen (dividen per share dibagi dengan earning per share); ROA_{it-1} : Profitabilitas perusahaan i tahun sebelumnya (t-1), yaitu rasio laba akuntansi sebelum pajak ditambah beban bunga setelah pajak terhadap total aset; $SIZE_{it}$: Ukuran perusahaan yaitu natural logaritma dari total aset; GRW_{it} : Pertumbuhan perusahaan i pada tahun t, diukur dari logaritma market value of asset (total debt + MVE), $MVE = \text{harga saham} \times \text{jumlah saham beredar}$; $RISK_{it}$: Resiko bisnis perusahaan i, yaitu standar deviasi dari [(revenue-t-1)/mean revenue]; FCF_{it} : Arus kas bebas (free cash flow), selisih antara arus kas operasi (CFO) dengan pengeluaran modal (capital expenditure) diskalakan dengan total aset; ROA_{it} : Profitabilitas perusahaan i tahun t yaitu rasio laba akuntansi sebelum pajak ditambah beban bunga setelah pajak terhadap total aset; $fvIOS_{it}$: nilai prediksi dari IOS (hasil regresi model (1)); $SGRW_{it}$: Pertumbuhan penjualan, merupakan logaritma natural dari selisih penjualan tahun ini dengan tahun sebelumnya.

*** Signifikan pada level 1%; **Signifikan pada level 5%; *Signifikan pada level 10%.

Sumber: Data diolah

Dari hasil pengujian, kedua model (model 1 dan 2), keduanya dapat menjelaskan dengan baik variabel dependen pada masing-masing model, ditunjukkan dengan nilai *probability F statistic* adalah 0.000 (signifikan pada level 1%, untuk model 1), dan 0.0429 (signifikan pada level 5%, untuk model 2). Kedua model diestimasi menggunakan *fixed effect* dan nilai R² untuk Model 1 adalah 28.78% sedangkan untuk Model 2 adalah 3.99%. Dari tabel 2 dapat di lihat bahwa hasil koefisien EUI pada Model 1 adalah positif dan signifikan

pada level 10%. Ini berarti terbukti bahwa makin tinggi ketidakpastian lingkungan bisnis yang dihadapi oleh perusahaan, maka makin besar keputusan investasi yang diambil oleh manajer.

Hasil ini juga mengandung makna bahwa perusahaan makin meningkatkan pemanfaatan peluang investasi yang dimiliki, dengan demikian Hipotesis 1 diterima. Dari tabel 2 diperoleh hasil koefisien fvIOS pada Model 2 adalah positif dan signifikan pada level 10%. Hasil ini berarti bahwa makin tinggi keputusan investasi yang diambil

manajer dengan mempertimbangkan kondisi ketidakpastian lingkungan bisnis yang dihadapi oleh perusahaan, maka makin tinggi kinerja keuangan yang diperoleh. Dengan demikian Hipotesis 2 diterima. Hasil untuk variabel kontrol Model 1 menunjukkan bahwa variabel DIV dan GRW menunjukkan hasil yang signifikan dan arah sesuai prediksi. Untuk model 2, variabel kontrol SIZE dan SGRW menunjukkan arah koefisien yang sesuai prediksi dan signifikan.

Pembahasan

Dari hasil pengujian, Hipotesis 1 terbukti diterima, ini berarti pada perusahaan sampel kondisi ketidakpastian lingkungan yang dihadapi perusahaan terbukti berpengaruh terhadap keputusan investasi yang diambil oleh manajer, hasil penelitian ini sejalan dengan hasil (Huang & Pearce, 2015). Selain itu, dalam konteks keputusan manajer yang berbeda, hasil ini mengkonfirmasi hasil penelitian Dunk & Nouri (1998); Davila & Wouters 2005); Ghosh & Olsen (2009); Ariefiara 2017) yang membuktikan bahwa dalam kondisi ketidakpastian lingkungan yang tinggi, terbukti manajer menggunakan diskresi mereka untuk mengambil keputusan yang efektif (pada akhirnya dapat meningkatkan nilai pemegang saham) dan keputusan tersebut tidak bertujuan semata-mata untuk menguntungkan manajer sendiri (tidak oportunistik).

Pada kondisi ketidakpastian lingkungan yang tinggi, manajer meningkatkan intensitas investasi perusahaan dengan tujuan untuk meningkatkan kesempatan untuk bertumbuh, manajer juga memanfaatkan berbagai peluang investasi yang ada agar tetap bertahan dan dapat mencapai tujuan perusahaan.

Terlebih pada kondisi persaingan global, dimana manajer membutuhkan sebuah strategi yang tidak hanya melihat peluang investasi sebagai suatu keputusan yang berdiri sendiri, namun keputusan tersebut harus disesuaikan dengan kondisi lingkungan (kondisi persaingan bisnis) yang sedang dihadapi oleh perusahaan.

Hal ini sesuai dengan penjelasan Ghemawat (2018) bahwa pada akhirnya manajer perlu menerapkan suatu pendekatan strategi yang baru (*emerging strategy approach*) dalam membuat keputusan investasi, salah satu pendekatan strategi yang baru adalah dengan mengambil keputusan investasi yang fit dengan kondisi ketidakpastian lingkungan yang sedang dihadapi. Lebih lanjut, agar keputusan investasi ini dapat optimal maka secara terus menerus (kontinyu dan berkala) manajer perlu mengadakan suatu system pengendalian yang interaktif, yaitu menyesuaikan pola evaluasi dan meninjau ulang strategi investasi agar tetap sesuai (*fit*) dengan kondisi lingkungan eksternal perusahaan.

Hasil pengujian Hipotesis 2 menunjukkan bahwa ketidakpastian lingkungan terbukti menjadi faktor anteseden atas hubungan antara keputusan investasi dengan kinerja perusahaan. Hasil pengujian ini sesuai dengan teori kepengurusan (*stewardship theory*) oleh Donaldson & Davis, (1991) bahwa manajer telah melaksanakan tugasnya sebagai pengurus/pengelola perusahaan dengan sebaik-baiknya. Terbukti bahwa keputusan investasi manajer yang diambil dengan terlebih dahulu menganalisis kondisi ketidakpastian lingkungan, dan keputusan tersebut dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Hasil penelitian ini secara umum juga mendukung hasil riset Baresa, Bogdan, & Ivanovic (2016) bahwa serangkaian kesempatan investasi yang diambil oleh manajer memiliki dampak pada kehidupan finansial dan ekonomi perusahaan tersebut dalam jangka waktu tertentu. Dengan kata lain dibutuhkan suatu periode tertentu sampai dengan set investasi dimanfaatkan oleh perusahaan tersebut pada akhirnya menghasilkan profit.

Dari sudut pandang kontinjensi fit, hasil penelitian ini membuktikan bahwa keputusan memanfaatkan suatu set investasi tertentu yang fit dengan kondisi ketidakpastian lingkungan perusahaan mampu meningkatkan profitabilitas perusahaan tersebut. Hasil ini konsisten dengan

berbagai hasil riset mengenai kontinjensi fit dengan konteks lain, yaitu fit antara keputusan manajer atas suatu pilihan strategis dengan ketidakpastian lingkungan akan menghasilkan keluaran (*outcome*) yang lebih baik dibandingkan jika perusahaan tidak mempertimbangkan aspek fit (Ariefiara, 2017; Gammeltoft & Filatotchev, 2012).

Uji Sensitivitas

Uji sensitivitas dilakukan dengan mengganti ukuran IOS dengan MBVA, diperoleh koefisien EUI (pada Model 1) positif dan signifikan pada level 10%. Untuk Model 2, diperoleh koefisien f_{vMBVA} positif dan signifikan pada level 10. Hasil pengujian sensitivitas pada kedua model diperoleh hasil yang *robust* atau konsisten dengan hasil pengujian utama.

5. Kesimpulan, Keterbatasan, dan Saran

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan pengaruh anteseden ketidakpastian lingkungan terhadap hubungan antara Keputusan Investasi dan Kinerja Perusahaan. Untuk mencapai tujuan tersebut, penelitian ini membuktikan terlebih dahulu pengaruh ketidakpastian lingkungan terhadap keputusan investasi, kemudian baru menguji pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ketidakpastian lingkungan berpengaruh positif terhadap keputusan investasi manajer. Selanjutnya terbukti bahwa keputusan investasi manajer (yang dibuat berdasarkan hasil analisis kondisi ketidakpastian lingkungan eksternal perusahaan) dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini memberikan implikasi pada manajer, bahwa kondisi lingkungan eksternal perusahaan dapat berdampak pada keputusan investasi yang akan diambil, dan pada akhirnya dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Untuk itu manajer harus melakukan analisis yang memadai atas kondisi ketidakpastian lingkungan yang terjadi.

Hasil ini memberikan implikasi bagi ilmu pengetahuan, yaitu ukuran ketidakpastian lingkungan dengan menggunakan data sekunder terbukti memadai dan dapat menghindarkan subyektifitas manajer dalam analisis kondisi lingkungan eksternal perusahaan. Dengan kata lain dapat mengurangi prespesi yang beragam atas kondisi lingkungan bisnis yang dihadapi perusahaan.

Bagi regulator, dalam hal ini Otoritas Jasa Keuangan (OJK), hasil penelitian ini memberikan implikasi bahwa pengungkapan yang memadai atas analisis manajer terhadap kondisi lingkungan bisnis yang dihadapi perusahaan perlu diatur dengan lebih rinci. Hal ini diperlukan untuk memberikan keterbukaan informasi bagi pemegang saham atas prospek/tantangan yang dihadapi perusahaan.

Penelitian ini terbatas pada perusahaan manufaktur, dengan daya generalisasi penelitian kuantitatif yang tinggi, namun karakteristik bisnis dan kondisi ketidakpastian lingkungan yang berbeda pada jenis perusahaan lain kemungkinan dapat mempengaruhi ketepatan daya generalisasi tersebut. Penelitian ini menangkap kondisi turbulensi lingkungan bisnis perusahaan terbatas pada periode waktu 4 tahun sejak krisis global.

Untuk memperoleh gambaran yang lebih jelas dan luas mengenai bagaimana pengaruh anteseden kondisi ketidakpastian lingkungan terhadap hubungan antara keputusan investasi dan kinerja perusahaan, maka penelitian selanjutnya dapat memperluas obyek penelitian yaitu seluruh jenis perusahaan. Penelitian selanjutnya dapat memperpanjang periode pengamatan, untuk memperoleh gambaran yang lebih luas kondisi ketidakpastian lingkungan perusahaan. Berdasarkan laporan perekonomian Bank Indonesia, turbulensi kondisi lingkungan makin berfluktuasi setelah 2012.

Daftar Pustaka

Acquaah, M. (2013). Strategy management control systems , business strategy and performance:

- A comparative analysis of family and non-family businesses in a transition economy in sub-Saharan Africa. *Journal of Family Business Strategy*, 4(2), 131–146. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2013.03.002>
- Adkins, L. C., & Hill, R. C. (2008). *Using stata for principles of econometrics* (Third Edit). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Aktas, N., Croci, E., & Petmezas, D. (2015). Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. *Journal of Corporate Finance*, 30, 98–113. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.008>
- Ali, M., Topaloglu, C., Parnell, J. A., & Lester, D. L. (2013). Linkages among business strategy, uncertainty and performance in the hospitality industry: Evidence from an emerging economy. *International Journal of Hospitality Management*, 34, 81–91. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2013.03.001>
- Amoako-Gyampah, K. (2003). The relationships among selected business environment factors and manufacturing strategy: Insights from an emerging economy. *Omega*, 31(4), 287–301. [https://doi.org/10.1016/S0305-0483\(03\)00049-5](https://doi.org/10.1016/S0305-0483(03)00049-5)
- Anthony, R. N., & Govindarajan, J. (2007). *Management control system*. New York: McGraw-Hill.
- Ariefiara, D. (2017). *Pengaruh kontinjen fit antara strategi bisnis dengan ketidakpastian lingkungan terhadap penghindaran pajak*. Universitas Indonesia. Depok.
- Ariefiara, D., Utama, S., & Wardhani, R. (2017). Environmental Uncertainty as a Contingent Factor of Business Strategy Decisions: Introducing an Alternative Measure of Uncertainty. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(4), 116–130. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v11i4.9>
- Bank Indonesia. (2018). Laporan perekonomian indonesia. Retrieved April 1, 2018, from https://www.bi.go.id/id/publikasi/laporan-tahunan/perekonomian/Pages/LPI_2017.aspx
- Baños-caballero, S., García-teruel, P. J., & Martínez-solano, P. (2013). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of Business Research*, 1–7. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.016>
- Baresa, S., Bogdan, S., & Ivanovic, Z. (2016). Capital investments and financial profitability. *UTMS Journal of Economics*, 7(1), 49–59.
- Bokpin, G. A., & Onumah, J. M. (2009). An empirical analysis of the determinants of corporate investment decisions: evidence from emerging market firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, (33), 134–141.
- Brush, T. H., Bromiley, P., & Hendrickx, M. (2000). The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance. *Strategic Management Journal*, 21(4), 455–472. [https://doi.org/10.1002/\(sici\)1097-0266\(200004\)21:4<455::aid-smj83>3.0.co;2-p](https://doi.org/10.1002/(sici)1097-0266(200004)21:4<455::aid-smj83>3.0.co;2-p)
- Davila, T., & Wouters, M. (2005). Managing budget emphasis through the explicit design of conditional budgetary slack. *Accounting, Organizations and Society*, 30(7–8), 587–608. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2004.07.002>
- Desarbo, W. S., Di Benedetto, C. A., Song, M., & Sinha, I. (2005). Revisiting the miles and snow strategic framework: Uncovering interrelationships between strategic types, capabilities, environmental uncertainty, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 26(1), 47–74. <https://doi.org/10.1002/smj.431>
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–64. <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>
- Dunk, A. S., & Nouri, H. (1998). Antecedents of budgetary slack: A Literature review and synthesis. *Journal of Accounting Literature*, 17, 72–76.
- Freel, M. S. (2005). Perceived environmental uncertainty and innovation in small firms. *Small Business Economics*, 25(1), 49–64. <https://doi.org/10.1007/s11187-005-4257-9>
- Gammeltoft, P., & Filatotchev, I. (2012). Emerging multinational companies and strategic fit: A contingency framework and future research agenda. *European Management Journal*, 30(3), 175–188. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2012.03.007>

- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies, *16*, 125–160.
- Geroski, P. A., Mata, J., & Portugal, P. (2007). Founding conditions and the survival of new firms. *Danish Research Unit for Industrial Dynamic*.
- Ghemawat, P. (2018). *Redefining global strategy: crossing borders in a world where differences still matter*. Boston, Massachusetts: Harvard Business Review Press.
- Ghosh, D., & Olsen, L. (2009). Environmental uncertainty and managers use of discretionary accruals. *Accounting Organizations and Society*, *34*(2), 188–205. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2008.07.001>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (Fifth ed). New York: McGraw-Hill.
- Hambrick, D. C. (1983). Some tests of the effectiveness and functional attributes of miles and snow's strategic types. *Academy of Management*, *26*(1), 5–26.
- Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of financial management* (The 13th e). England: Pearson Education Limited.
- Hossain, M., Cahan, S. F., & Adams, M. B. (2000). Voluntary use of outside directors: New The investment opportunity set and the voluntary use of outside directors: New Zealand evidence. *Accounting and Business Research*, (May 2013), 37–41.
- Huang, L., & Pearce, J. L. (2015). Managing the unknowable: The effectiveness of early-stage investor gut feel in entrepreneurial investment decisions. *Administrative Science Quarterly*, *60*(4), 634–670. <https://doi.org/10.1177/0001839215597270>
- Hutchinson, M., & Gul, F. A. (2004). Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, *10*(4), 595–614. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00022-1](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00022-1)
- Ittner, C.D., Larcker, D.F., Rajan, M. V. (1997). The choice of performance measures in annual bonus contracts. *The Accounting Review*, *72*(2), 231–255.
- Jaworski, B. J., & Kohli, a. K. (1993). Market orientation: Antecedents and consequences. *Journal of Marketing*, *57*(7), 53–70. <https://doi.org/10.2307/1251854>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, *76*(2), 323–329. <https://doi.org/10.2139/ssrn.99580>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, *3*(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kallapur, S., & Trombley, M. A. (2001). The investment opportunity set: Determinants, consequences and measurement. *Managerial Finance*, *27*(3), 3–15. <https://doi.org/10.1108/03074350110767060>
- Lin, D., & Lin, L. (2016). How does corporate governance affect free cash flow? *Journal of Applied Finance & Banking*, *6*(3), 1792 – 6599.
- Lopez-Gamero, M. D., Molina-Azorin, J. F., & Claver-Cortes, E. (2011). Environmental uncertainty and environmental management perception: A multiple case study. *Journal of Business Research*, *64*(4), 427–435. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2010.11.009>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, *5*(2), 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Otley, D. . (1980). The contingency theory of management accounting: Achievement and prognosis. *Accounting, Organizations and Society*, *26*(6), 475–499. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(80\)90040-9](https://doi.org/10.1016/0361-3682(80)90040-9)
- Pindyck, R. S. (1988). Capital risk and models of investment behaviour. *Economic Modelling in the OECD Countries*. <https://doi.org/10.1108/9781787562790>
- Smith, C. W., & Watts, L. R. (1986). *Investment opportunities and corporate policy choice. Working Paper*. New York: Graduate School of Management, University of Rochester.
- Sohn, J. (2016). *Demand uncertainty and investment in the restaurant industry*. Graduate Program of Purdue University.

- Tahir, M., & Anuar, M. B. A. (2016). The determinants of working capital management and firms performance of textile sector in pakistan. *Quality and Quantity*, 50(2), 605–618. <https://doi.org/10.1007/s11135-015-0166-4>
- Tidajoh, B. E. (2015). Pengaruh contingent fit antara strategi kompetisi dan investment opportunity set terhadap kinerja perusahaan dengan corporate governance sebagai faktor moderasi. *Disertasi*.
- Tjahjadi, B. (2011). Factors affecting the enterprise performance. *Journal of Economic, Business and Accountancy Ventura*, 14(110), 149–160.
- Yusuf, A. (2002). Environmental uncertainly, the enterpreneurial orientation of business ventures and performance. *IJCM*, 12(3), 83–103.