

**Determinan Profitabilitas Berkelanjutan: Analisis
Struktur Industri dan Kualitas Bisnis pada
Perusahaan Konstituen S&P 500 (Periode
2015–2024)**



SKRIPSI

Untuk menyelesaikan Program Studi S-1

Alwan Haris Farrasi
NIM. 12020122140050

Program Studi S1 Ekonomi
Departemen Ilmu Ekonomi dan Studi Pembangunan
Fakultas Ekonomika dan Bisnis
Universitas Diponegoro

2024/2025

Daftar Isi

I	PENDAHULUAN	1
1.1	Latar Belakang Masalah	1
1.1.1	Perspektif External dengan Structure-Conduct-Performance (SCP)	2
1.1.2	Perspektif Internal dengan Resource-Based View (RBV)	3
1.1.3	Konteks Makroekonomi (2015-2024)	4
1.1.4	Kesenjangan Penelitian	4
1.2	Rumusan Masalah	5
1.3	Tujuan dan Kegunaan Penelitian	6
1.3.1	Tujuan Penelitian	6
1.3.2	Kegunaan Penelitian	7
1.4	Sistematika Penulisan	8
II	TINJAUAN PUSTAKA	10
2.1	Literatur Teori	10
2.1.1	Persistence of Profit	10
2.1.2	Structure-Conduct-Performance (SCP)	11
2.1.3	Resource-Based View (RBV)	11
2.1.4	Hubungan Antar Variabel	12
2.2	Literatur Empiris	13
2.3	Kerangka Pemikiran Teoretis	14
2.4	Pengembangan Hipotesis	14
III	METODE PENELITIAN	16
3.1	Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel	16
3.1.1	Variabel Dependen: Profitabilitas Berkelanjutan (Sustained Return on Assets)	16
3.1.2	Variabel Independen 1: Struktur Industri (Industry Structure)	18
3.1.3	Variabel Independen 2: Kualitas Bisnis (Business Quality Score)	20
3.1.4	Variabel Kontrol	22
3.2	Populasi dan Sampel	24
3.2.1	Populasi Penelitian	24

3.2.2	Penanganan Data Ekstrem (Winsorization)	25
3.3	Jenis dan Sumber Data	26
3.3.1	Jenis Data	26
3.3.2	Sumber Data	26
3.4	Metode Pengumpulan Data	27
3.5	Metode Analisis	28
3.5.1	Statistik Deskriptif dan Matriks Korelasi	28
3.5.2	Penentuan Model Estimasi Data Panel	28
3.5.3	Spesifikasi Model Empiris	29
3.5.4	Ide Perbaikan Metodologis: Cluster-Robust Standard Errors	30
3.5.5	Pengujian Hipotesis	31
IV HASIL DAN ANALISIS		32
4.1	Deskripsi Objek Penelitian	32
4.1.1	Variabel Dependen: Sustained ROA (SROA)	32
4.1.2	Variabel Independen Utama: Business Quality Score (BQS)	33
4.1.3	Variabel Independen Utama: Struktur Industri (HHI)	33
4.1.4	Variabel Kontrol: Ukuran Perusahaan (SIZE)	33
4.1.5	Variabel Kontrol: Pertumbuhan Penjualan (GROWTH)	33
4.1.6	Periode, Unit Analisis, dan Sampel	34
4.1.7	Identitas Perusahaan (Badge/Ticker)	34
4.2	Analisis Data	35
4.2.1	Rancangan Estimasi dan Alur Analisis	35
4.2.2	Visualisasi Ringkas Pola Data	35
4.2.3	Statistik Deskriptif, Korelasi, dan Uji Diagnostik (Output Tabel)	42
4.2.4	Hasil Estimasi Regresi Panel (Two-Way Fixed Effects)	45
4.3	Interpretasi Hasil	46
4.3.1	Pengaruh Kualitas Bisnis (BQS) terhadap SROA	47
4.3.2	Pengaruh Struktur Industri (HHI) terhadap SROA	47
4.3.3	Pengaruh Ukuran Perusahaan (SIZE) terhadap SROA	48
4.3.4	Pengaruh Pertumbuhan Penjualan (GROWTH) terhadap SROA	48
4.3.5	Ringkasan Dominansi dan Jawaban Hipotesis (H1–H3)	48
V PENUTUP		50
5.1	Simpulan	50
5.2	Keterbatasan	51

5.3	Saran	51
	Daftar Pustaka	52

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Dinamika ekonomi global dalam satu dekade terakhir, khususnya pada periode 2015 hingga 2024, telah menyajikan lanskap yang penuh tantangan sekaligus anomali yang menuntut reevaluasi mendalam terhadap teori-teori ekonomi konvensional mengenai profitabilitas perusahaan. Secara fundamental, teori ekonomi mikro neoklasik mempostulatkan bahwa keuntungan (profit) perusahaan bersifat sementara dan akan mengalami mean reversion atau kembali ke tingkat rata-rata normal dalam jangka panjang. Mekanisme kompetisi pasar, di mana tingkat pengembalian tidak normal (abnormal return) akan menarik masuknya pendatang baru (new entrants), diasumsikan akan mengikis margin keuntungan petahana hingga mencapai tingkat ekuilibrium. Namun, realitas empiris yang terekam dalam data pasar modal Amerika Serikat, khususnya pada indeks S&P 500, menunjukkan fenomena yang kontradiktif: sebagian perusahaan mampu mempertahankan tingkat profitabilitas supernormal secara persisten dalam jangka waktu yang lama, menentang gravitasi kompetisi yang diprediksi oleh teori.

Fenomena ini, yang dikenal sebagai profit persistence, menjadi semakin relevan untuk diteliti di tengah volatilitas makroekonomi ekstrem yang menandai periode pengamatan penelitian ini. Mulai dari era suku bunga rendah pasca-Krisis Finansial Global, disrupsi rantai pasok akibat pandemi COVID-19, hingga lonjakan inflasi global dan siklus pengetatan moneter agresif pada tahun 2022-2024, korporasi dihadapkan pada ujian ketahanan yang belum pernah terjadi sebelumnya. Data menunjukkan bahwa laba korporasi domestik non-finansial di Amerika Serikat justru meningkat signifikan dari rata-rata 8,1% dari pendapatan nasional pada periode 2010-2019 menjadi 11,2% pada kuartal terakhir tahun 2024. Lebih lanjut, margin keuntungan bersih perusahaan S&P 500 tetap bertahan di atas 12% pada tahun 2024, jauh melampaui rata-rata historis jangka panjang. Ketahanan profitabilitas di tengah guncangan sistemik ini memicu pertanyaan fundamental: apakah persistensi ini merupakan hasil dari struktur pasar yang semakin terkonsentrasi dan protektif, ataukah buah dari keunggulan efisiensi dan kualitas fundamental internal perusahaan yang superior?

Untuk menjawab pertanyaan tersebut, penelitian ini, yang berjudul “Determinan Profitabilitas Berkelanjutan: Analisis Struktur Industri dan Kualitas Bisnis pada Perusahaan Konstituen S&P 500 (Periode 2015-2024)”, mencoba mengurai ketegangan antara dua paradigma dominan dalam ekonomi industri dan manajemen strategis: Paradigma

Structure-Conduct-Performance (SCP) dan pandangan Resource-Based View (RBV).

1.1.1 Perspektif External dengan Structure-Conduct-Performance (SCP)

Paradigma SCP, yang dipelopori oleh ekonom seperti Edward Mason dan Joe Bain, berargumen bahwa struktur pasar khususnya tingkat konsentrasi industri adalah determinan utama yang mendikte perilaku (conduct) perusahaan dan pada akhirnya menentukan kinerja (performance) mereka. Premis dasarnya adalah bahwa dalam industri yang sangat terkonsentrasi, di mana pangsa pasar didominasi oleh segelintir perusahaan besar, intensitas kompetisi cenderung menurun. Hal ini memungkinkan perusahaan petahana untuk melakukan kolusi diam-diam (tacit collusion) atau menggunakan kekuatan pasar (market power) mereka untuk menetapkan harga di atas biaya marjinal, sehingga menghasilkan profitabilitas yang lebih tinggi secara artifisial.

Relevansi paradigma SCP dalam konteks penelitian ini sangat kuat mengingat tren sekuler peningkatan konsentrasi pasar di Amerika Serikat. Data menunjukkan bahwa tingkat konsentrasi pasar, yang diukur dengan Herfindahl-Hirschman Index (HHI), telah mencapai level yang mengkhawatirkan di berbagai sektor. Pada tahun 2024, sepuluh perusahaan terbesar dalam indeks S&P 500 menguasai hampir 40% dari total kapitalisasi pasar indeks tersebut, sebuah rekor konsentrasi yang melampaui puncak era dot-com bubble tahun 2000. Fenomena ini sering disebut sebagai pasar yang “top-heavy”, di mana sekelompok kecil perusahaan raksasa sering dijuluki “Magnificent Seven” yang mencakup Apple, Microsoft, NVIDIA, Alphabet, Amazon, Meta, dan Tesla menyerap sebagian besar profit pool ekonomi.

Peningkatan HHI ini tidak hanya terjadi secara nominal tetapi juga berdampak riil pada dinamika kompetisi. Pervan, Pervan, dan Curak (2019) menemukan bukti empiris bahwa konsentrasi industri berpengaruh positif dan signifikan terhadap Return on Assets (ROA) pada perusahaan manufaktur, mendukung hipotesis bahwa struktur pasar yang oligopolistik memberikan “payung pelindung” bagi profitabilitas perusahaan. Dalam konteks modern, argumen ini diperkuat oleh pengamatan bahwa perusahaan-perusahaan di sektor terkonsentrasi mampu mempertahankan margin tinggi bahkan ketika inflasi input melonjak pada tahun 2021-2022. Kemampuan untuk membebaskan kenaikan biaya kepada konsumen (pass-through ability) tanpa kehilangan pangsa pasar adalah indikator klasik dari market power yang derivatif dari struktur industri yang kaku.

Namun, paradigma SCP mendapatkan tantangan serius dari hipotesis efisiensi yang diajukan oleh Demsetz (1973). Hipotesis ini menyatakan bahwa korelasi positif antara konsentrasi dan profitabilitas bukan disebabkan oleh praktik anti-kompetitif, melainkan karena perusahaan yang lebih efisien akan tumbuh lebih cepat, merebut pangsa pasar yang lebih besar, dan secara alami meningkatkan konsentrasi industri. Dalam pandangan ini, konsentrasi adalah hasil (outcome) dari kompetisi yang sehat, bukan tanda kegagalan pasar. Perdebatan ini menuntut analisis yang lebih nuansa untuk memisahkan apakah

profitabilitas berkelanjutan yang diamati pada periode 2015-2024 adalah rente monopoli atau hasil efisiensi operasional.

1.1.2 Perspektif Internal dengan Resource-Based View (RBV)

Berbeda dengan determinisme struktural SCP, perspektif Resource-Based View (RBV) memandang ke dalam perusahaan (inside-out approach). RBV, yang dikembangkan oleh Wernerfelt (1984) dan Barney (1991), berargumen bahwa sumber daya dan kapabilitas internal yang berharga, langka, tidak dapat ditiru, dan tidak tergantikan (VRIN resources) adalah sumber sejati dari keunggulan kompetitif berkelanjutan. Zeitun dan Tian (2014) memberikan dukungan empiris bagi pandangan ini dengan menunjukkan bahwa faktor spesifik perusahaan (firm-level factors) seperti efisiensi manajemen, struktur modal, dan inovasi seringkali memiliki daya jelaskan yang lebih besar terhadap variasi kinerja dibandingkan faktor industri.

Dalam konteks penelitian ini, RBV dioperasionalkan melalui konsep “Kualitas Bisnis” (Business Quality) yang diukur secara komposit. Penelitian ini mengusulkan Business Quality Score (BQS) yang mengintegrasikan empat dimensi fundamental:

1. Kekuatan Penetapan Harga (Pricing Power): Diproksikan dengan margin kotor (gross margin), yang mencerminkan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan selisih antara harga jual dan biaya produksi.
2. Kualitas Arus Kas (Owner Earnings): Mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan kas bebas setelah belanja modal, yang krusial untuk reinvestasi dan pengembalian kepada pemegang saham.
3. Disiplin Utang (Leverage Discipline): Mencerminkan kesehatan neraca dan ketahanan terhadap guncangan suku bunga.
4. Konsistensi Laba (Earnings Consistency): Mengukur stabilitas profitabilitas dari waktu ke waktu.

Urgensi untuk memasukkan variabel kualitas bisnis ini didorong oleh fenomena divergensi kinerja yang ekstrem di pasar modal AS pasca-2020. Sementara perusahaan “berkualitas tinggi” dengan neraca kuat dan arus kas melimpah terus mencetak rekor profitabilitas, terdapat lonjakan signifikan dalam jumlah “perusahaan zombie” yaitu perusahaan yang pendapatan operasionalnya tidak cukup untuk menutupi beban bunga utang.

Data dari S&P Global Market Intelligence (2025) menunjukkan bahwa pengajuan kebangkrutan korporasi AS mencapai 686 kasus pada tahun 2024, level tertinggi sejak 2010. Lebih mengkhawatirkan lagi, data Bloomberg (2025) mengindikasikan bahwa jumlah perusahaan zombie dalam indeks Russell 3000 telah melonjak menjadi 639 perusahaan, di mana estimasi pasar menunjukkan bahwa satu dari lima perusahaan publik AS kini berisiko gagal menutup biaya bunganya. Situasi ini diperburuk oleh lingkungan suku bunga tinggi (Fed Funds Rate di 5,25%-5,50%) yang memberatkan biaya modal.

Fenomena perusahaan zombie ini menjadi bukti empiris yang kuat bagi argumen RBV: berada dalam industri yang tumbuh atau terkonsentrasi tidak menjamin kelangsungan hidup jika fundamental internal perusahaan rapuh. Perusahaan dengan leverage tinggi dan margin tipis terbukti sangat rentan ketika biaya modal meningkat, sementara perusahaan dengan kualitas bisnis superior (BQS tinggi) mampu memanfaatkan neraca mereka yang kuat untuk memperluas pangsa pasar dan mempertahankan profitabilitas. Oleh karena itu, mengabaikan faktor internal dalam analisis profitabilitas akan menghasilkan kesimpulan yang bias.

1.1.3 Konteks Makroekonomi (2015-2024)

Pemilihan periode 2015-2024 bukan tanpa alasan. Dekade ini merepresentasikan siklus ekonomi yang penuh dengan diskontinuitas yang menguji tesis SCP dan RBV secara ekstrem.

1. Periode 2015-2019: Ditandai dengan pertumbuhan moderat dan inflasi rendah, di mana perusahaan teknologi mulai mengkonsolidasikan dominasi mereka, meningkatkan HHI secara struktural.
2. Periode 2020 (Pandemi COVID-19): Menciptakan guncangan eksogen yang memisahkan “pemenang” (perusahaan digital, farmasi) dan “pecundang” (pariwisata, energi), memperlebar kesenjangan profitabilitas antar perusahaan.
3. Periode 2021-2022 (Lonjakan Inflasi): Menguji pricing power perusahaan. Data menunjukkan bahwa kontribusi laba perusahaan terhadap pertumbuhan harga mencapai 53,9%, jauh di atas rata-rata historis 11,4% (EPI, 2022), membuktikan bahwa perusahaan dengan kekuatan pasar mampu mempertahankan, bahkan menaikkan, margin di tengah inflasi input.
4. Periode 2023-2024 (Suku Bunga Tinggi): Mengakhiri era uang murah (easy money). Kenaikan Federal Funds Rate sebesar 525 basis poin ke rentang 5,25%-5,50% tertinggi dalam 22 tahun yang menekan perusahaan dengan struktur modal buruk (mendukung tesis BQS/RBV) namun tidak menghalangi perusahaan besar dengan posisi kas kuat untuk terus tumbuh (mendukung tesis HHI/SCP).

1.1.4 Kesenjangan Penelitian

Meskipun literatur mengenai determinan profitabilitas telah mapan, penelitian ini mengidentifikasi dan berupaya mengisi beberapa kesenjangan penelitian yang krusial:

1. Inkonsistensi Hasil Empiris (Empirical Gap): Terdapat perdebatan yang belumuntas mengenai dominasi relatif antara faktor industri dan faktor perusahaan. Studi Pervan et al. (2019) mendukung dominasi faktor industri (SCP), sementara Zeitun dan Tian (2014) dan studi modern lainnya menemukan bahwa faktor spesifik perusahaan (RBV) lebih berpengaruh. Penelitian ini bertujuan untuk menguji ulang kontestasi ini menggunakan data terkini yang mencakup periode volatilitas tinggi.

2. Kesenjangan Metodologis (Methodological Gap): Banyak penelitian terdahulu menggunakan rasio keuangan tunggal (seperti leverage atau size secara terpisah) sebagai proksi faktor internal. Penelitian ini menawarkan kebaruan dengan menggunakan indeks komposit kualitas bisnis (BQS) yang menggabungkan dimensi margin, arus kas, struktur modal, dan konsistensi secara simultan. Pendekatan ini diharapkan memberikan gambaran yang lebih holistik mengenai kesehatan fundamental perusahaan.
3. Kesenjangan Fenomena (Phenomena Gap): Teori ekonomi memprediksi penurunan profitabilitas (mean reversion), namun data empiris 2024 menunjukkan persistensi margin tinggi dan konsentrasi pasar yang ekstrem di S&P 500. Kesenjangan antara prediksi teori dan realitas data ini memerlukan penjelasan baru yang mempertimbangkan interaksi antara kekuatan pasar struktural dan efisiensi internal di era ekonomi digital.
4. Kurangnya Studi pada Konteks Ekonomi Modern: Sebagian besar studi klasik mengenai SCP vs RBV dilakukan pada era ekonomi manufaktur. Penelitian ini menempatkan analisis pada konteks ekonomi modern yang didominasi oleh aset tak berwujud (intangible assets), efek jaringan digital, dan winner-takes-all dynamics, yang mungkin mengubah mekanisme transmisi dari struktur dan sumber daya ke kinerja profitabilitas.

Berdasarkan uraian di atas, penelitian ini menjadi penting dan relevan untuk dilakukan. Dengan mensintesis perspektif eksternal (struktur industri) dan internal (kualitas bisnis) serta menggunakan data panel yang komprehensif dari perusahaan konstituen S&P 500, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi signifikan dalam memahami arsitektur profitabilitas perusahaan di era modern.

1.2 Rumusan Masalah

Berangkat dari latar belakang masalah yang telah dipaparkan, inti permasalahan penelitian ini adalah adanya ketidakpastian mengenai faktor determinan utama yang memungkinkan perusahaan untuk mempertahankan profitabilitas di atas rata-rata (sustainable profitability) di tengah kondisi pasar yang dinamis dan seringkali turbulen. Adanya dualisme perspektif teoritis antara market-based view (SCP) yang menekankan posisi dalam struktur industri, dan resource-based view (RBV) yang menekankan kapabilitas internal, menuntut pembuktian empiris untuk menentukan mana yang lebih relevan dalam konteks pasar modal Amerika Serikat periode 2015-2024.

Secara spesifik, rumusan masalah dalam penelitian ini dirinci dalam tiga pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Apakah struktur industri, yang diproksikan dengan tingkat konsentrasi pasar (Herfindahl-Hirschman Index - HHI), berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas berkelanjutan perusahaan konstituen S&P 500 periode 2015-2024? Pertanyaan ini diajukan

untuk menguji validitas paradigma SCP. Jika HHI berpengaruh positif dan signifikan, hal ini mengindikasikan bahwa kekuatan pasar yang derivatif dari konsentrasi industri memberikan kemampuan bagi perusahaan untuk mempertahankan margin laba di atas normal, terlepas dari efisiensi internal mereka. Hal ini relevan dengan fenomena dominasi “Magnificent Seven” dan tingginya profitabilitas sektor teknologi yang terkonsentrasi.

2. Apakah kualitas bisnis, yang diprosikan dengan skor komposit kualitas bisnis (Business Quality Score - BQS), berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas berkelanjutan perusahaan konstituen S&P 500 periode 2015-2024? Pertanyaan ini bertujuan untuk memverifikasi relevansi pandangan RBV. BQS menggabungkan dimensi margin, kualitas arus kas, disiplin utang, dan konsistensi laba. Jika BQS terbukti berpengaruh signifikan, ini menegaskan bahwa faktor fundamental internal dan manajemen sumber daya yang pruden adalah kunci utama dalam menjaga keberlanjutan kinerja, terutama di tengah kondisi high interest rate environment yang memicu munculnya fenomena perusahaan zombie.
3. Di antara struktur industri dan kualitas bisnis, faktor manakah yang memiliki kontribusi lebih dominan dalam menjelaskan variasi profitabilitas berkelanjutan pada perusahaan konstituen S&P 500? Pertanyaan ini merupakan inti dari kontribusi penelitian, yang berupaya menyelesaikan perdebatan teoretis mengenai industry effect versus firm effect. Dengan membandingkan besaran pengaruh (koefisien regresi) dan signifikansi statistik antara HHI dan BQS, penelitian ini akan memberikan bukti empiris mengenai faktor mana yang menjadi driver utama kesuksesan finansial korporasi AS dalam dekade terakhir: apakah “di mana perusahaan bersaing” (industri) atau “bagaimana perusahaan bersaing” (kualitas internal).

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Penelitian ini dirancang untuk mencapai serangkaian tujuan analitis yang terstruktur, yang secara langsung merespons rumusan masalah yang telah ditetapkan. Tujuan-tujuan tersebut adalah:

1. Menganalisis Pengaruh Struktur Industri terhadap Profitabilitas Berkelanjutan: Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi secara empiris hubungan antara tingkat konsentrasi industri (HHI) dan persistensi profitabilitas (Sustained ROA). Analisis ini akan menentukan apakah lingkungan industri yang monopolistik atau oligopolistik secara konsisten memberikan keuntungan kinerja bagi perusahaan di dalamnya, sebagaimana diprediksi oleh teori ekonomi industri klasik.
2. Menganalisis Pengaruh Kualitas Bisnis terhadap Profitabilitas Berkelanjutan: Tujuan ini difokuskan untuk mengevaluasi dampak dari kualitas fundamental internal perusahaan yang diukur melalui BQS terhadap kemampuan mereka memperta-

hankan laba jangka panjang. Analisis ini akan menguji apakah perusahaan dengan margin tebal, arus kas kuat, dan utang rendah memiliki daya tahan (resilience) yang lebih baik terhadap guncangan makroekonomi (seperti pandemi dan inflasi) dibandingkan perusahaan dengan fundamental lemah.

3. Membandingkan Dominasi Relatif antara Faktor Struktur Industri dan Kualitas Bisnis: Tujuan akhir dan terpenting dari penelitian ini adalah untuk melakukan analisis komparatif guna menentukan faktor mana yang lebih dominan dalam menjelaskan varian kinerja perusahaan. Hasil dari perbandingan ini akan memberikan sintesis atas dikotomi SCP vs RBV, memberikan wawasan mengenai apakah kesuksesan perusahaan modern lebih ditentukan oleh pemilihan industri yang tepat atau pembangunan kapabilitas internal yang unggul.

1.3.2 Kegunaan Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi yang substansial dan multidimensi, baik bagi pengembangan ilmu pengetahuan maupun bagi praktik bisnis dan kebijakan publik.

1. Kegunaan Teoritis (Kontribusi Akademis): Pengayaan Literatur SCP vs RBV: Penelitian ini memberikan bukti empiris mutakhir mengenai relevansi paradigma SCP dan RBV dalam konteks ekonomi digital dan pasca-pandemi. Temuan ini akan memperjelas apakah pergeseran struktur ekonomi ke arah aset tak berwujud dan platform digital telah mengubah keseimbangan pengaruh antara faktor industri dan perusahaan.

Validasi Metodologis BQS: Penggunaan Business Quality Score (BQS) sebagai variabel komposit menawarkan kebaruan metodologis. Jika terbukti signifikan, BQS dapat diadopsi oleh peneliti selanjutnya sebagai proksi yang lebih robust untuk mengukur “kualitas perusahaan” dibandingkan penggunaan rasio keuangan terfragmentasi.

Pemahaman Fenomena Profit Persistence: Penelitian ini memperdalam pemahaman akademis mengenai mengapa mekanisme mean reversion tampaknya gagal atau tertunda pada periode 2015-2024, memberikan wawasan tentang friksi pasar dan keunggulan kompetitif yang persisten.

2. Kegunaan Praktis (Implikasi Manajerial dan Kebijakan): Bagi Investor dan Manajer Investasi: Temuan penelitian ini memiliki implikasi langsung bagi strategi alokasi aset. Jika kualitas bisnis (BQS) terbukti lebih dominan, maka strategi stock picking berbasis analisis fundamental (quality investing) akan lebih unggul dibandingkan strategi rotasi sektor (sector rotation). Sebaliknya, jika struktur industri dominan, investor harus fokus pada identifikasi sektor-sektor oligopolistik dengan hambatan masuk tinggi. Informasi ini krusial di tengah divergensi kinerja antara saham berkualitas tinggi dan saham spekulatif/zombie.

Bagi Manajemen Perusahaan: Penelitian ini memberikan panduan strategis bagi eksekutif perusahaan. Jika BQS terbukti signifikan, manajemen harus memprioritaskan disiplin finansial seperti menjaga margin, mengelola utang, dan memastikan kualitas arus kas sebagai pilar utama strategi korporasi, alih-alih hanya berfokus pada pertumbuhan pangsa pasar yang tidak efisien.

Bagi Regulator dan Pembuat Kebijakan: Hasil analisis mengenai pengaruh konsentrasi industri (HHI) terhadap profitabilitas relevan bagi otoritas antimonopoli (antitrust authorities). Jika konsentrasi tinggi terbukti berkorelasi kuat dengan profitabilitas berlebih yang persisten, hal ini dapat menjadi sinyal adanya penyalahgunaan kekuatan pasar yang memerlukan intervensi regulasi untuk memulihkan kompetisi yang sehat. Sebaliknya, jika profitabilitas lebih didorong oleh efisiensi internal (BQS), maka intervensi agresif terhadap perusahaan besar mungkin justru kontraproduktif terhadap inovasi dan efisiensi ekonomi.

1.4 Sistematika Penulisan

Untuk menyajikan hasil penelitian secara logis, terstruktur, dan komprehensif, skripsi ini disusun dengan sistematika penulisan yang mengacu pada “Pedoman Penyusunan Skripsi Ekonomi” Universitas Diponegoro. Sistematika tersebut terdiri dari lima bab utama sebagai berikut :

BAB I: PENDAHULUAN Bab ini meletakkan fondasi penelitian. Dimulai dengan Latar Belakang Masalah yang menguraikan fenomena persistensi profitabilitas, anomali data ekonomi 2015-2024, serta perdebatan teoretis SCP vs RBV. Selanjutnya, bab ini menyajikan Rumusan Masalah dalam bentuk pertanyaan penelitian yang spesifik, Tujuan dan Kegunaan Penelitian yang menjelaskan target analisis dan kontribusi studi, serta diakhiri dengan Sistematika Penulisan yang memberikan peta jalan struktur skripsi.

BAB II: TINJAUAN PUSTAKA Bab ini berisi landasan teori dan kajian literatur yang mendalam. Penulis akan membedah secara kritis literatur teori mengenai Paradigma SCP, Teori Organisasi Industri, Resource-Based View, dan konsep Profit Persistence. Bab ini juga akan meninjau Literatur Empiris terdahulu untuk memetakan posisi penelitian ini dalam khazanah keilmuan yang ada (posisi state-of-the-art). Berdasarkan sintesis teori dan empiris tersebut, disusunlah Kerangka Pemikiran Teoretis yang menggambarkan hubungan logis antar variabel, yang kemudian diturunkan menjadi Hipotesis penelitian yang dapat diuji.

BAB III: METODE PENELITIAN Bab ini menjelaskan cetak biru metodologis penelitian. Penulis akan mendefinisikan Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel secara presisi, termasuk formula perhitungan Sustained ROA, HHI, dan komponen BQS (Margin, Owner Earnings, Leverage, Consistency). Bab ini juga merinci Populasi dan Sampel (kriteria inklusi perusahaan S&P 500), Jenis dan Sumber Data (data sekunder dari laporan keuangan dan basis data pasar), serta Metode Analisis yang

mencakup spesifikasi model regresi data panel, teknik estimasi (Fixed/Random Effect), dan uji diagnostik statistik yang diperlukan untuk memastikan validitas hasil.

BAB IV: HASIL DAN PEMBAHASAN Bab ini merupakan inti empiris dari skripsi. Bagian ini dimulai dengan Deskripsi Objek Penelitian yang memberikan gambaran umum data sampel. Selanjutnya, disajikan hasil Analisis Data, termasuk statistik deskriptif dan hasil estimasi regresi. Fokus utama bab ini adalah Pembahasan (Discussion), di mana penulis menginterpretasikan temuan statistik, menjawab hipotesis, dan mendiskusikan implikasi ekonomi dari temuan tersebut. Penulis akan mengaitkan kembali hasil penelitian dengan teori SCP dan RBV serta membandingkannya dengan penelitian terdahulu untuk menjelaskan fenomena yang diamati.

BAB V: PENUTUP Bab terakhir ini merangkum esensi penelitian. Terdiri dari Kesimpulan yang menjawab rumusan masalah secara ringkas berdasarkan bukti empiris, Keterbatasan penelitian yang mengakui kendala data atau metodologi yang mungkin memengaruhi generalisasi hasil, serta Saran atau rekomendasi praktis bagi investor, manajemen perusahaan, regulator, dan agenda penelitian masa depan.

DAFTAR PUSTAKA DAN LAMPIRAN Bagian akhir memuat daftar referensi yang disusun mengikuti kaidah sitasi APA sesuai pedoman, serta lampiran yang berisi data pendukung, output perangkat lunak statistik, dan informasi relevan lainnya yang melengkapi tubuh utama skripsi.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Literatur Teori

Berdasarkan rumusan masalah yang diajukan pada bab sebelumnya mengenai determinan profitabilitas berkelanjutan di tengah dinamika pasar, penelitian ini dibangun di atas sintesis tiga teori utama. Teori-teori ini dipilih untuk menjelaskan fenomena profit persistence (persistensi laba) serta menguji kontestasi antara faktor eksternal dan internal perusahaan. Ketiga teori tersebut adalah: (1) Teori Persistensi Laba (The Persistence of Profit) sebagai landasan fenomena dependen, (2) Paradigma Structure-Conduct-Performance atau SCP sebagai landasan perspektif eksternal, dan (3) Pandangan Resource-Based View atau RBV yang diperluas ke dalam konsep Quality Investing sebagai landasan perspektif internal.

2.1.1 Persistence of Profit

Teori Persistensi Laba, yang dikembangkan secara ekstensif oleh Dennis Mueller (1977, 1986), merupakan kritik dan pengembangan terhadap teori ekonomi neoklasik tentang kompetisi.

Dalam model persaingan sempurna (perfect competition), keberadaan laba di atas normal (abnormal profit) diasumsikan bersifat sementara (transitory). Jika sebuah perusahaan memperoleh laba supernormal, hal ini akan menarik masuknya pesaing baru (entry) ke dalam pasar. Masuknya pesaing akan meningkatkan penawaran, menurunkan harga, dan pada akhirnya mengikis laba perusahaan tersebut hingga kembali ke tingkat normal (biaya modal). Proses ini dikenal sebagai Competitive Environment Hypothesis atau hipotesis pengembalian ke rata-rata (mean reversion).

Namun, Mueller (1986) berargumen bahwa dalam realitasnya, proses mean reversion ini seringkali terhambat atau tidak sempurna. Beberapa perusahaan mampu mempertahankan profitabilitas di atas rata-rata industri untuk jangka waktu yang sangat lama. Fenomena inilah yang disebut Persistensi Laba. Persistensi ini menunjukkan adanya hambatan kompetisi yang mencegah kekuatan pasar untuk menetralkan keuntungan perusahaan.

Dalam penelitian ini, teori Mueller menjadi landasan utama penggunaan variabel dependen Profitabilitas Berkelanjutan (Sustained ROA). Berbeda dengan laba tahunan yang fluktuatif, Sustained ROA (rata-rata 3 tahun) menangkap komponen laba permanen yang mencerminkan keberhasilan perusahaan dalam melawan gaya gravitasi kompetisi.

2.1.2 Structure-Conduct-Performance (SCP)

Untuk menjelaskan faktor eksternal yang memungkinkan terjadinya persistensi laba, penelitian ini menggunakan Paradigma Structure-Conduct-Performance (SCP) yang dipelopori oleh Mason (1939) dan Bain (1956) dalam bidang Organisasi Industri.

Premis dasar SCP adalah bahwa kinerja perusahaan (Performance) ditentukan oleh perilaku perusahaan (Conduct) di pasar, yang pada gilirannya ditentukan oleh struktur pasar (Structure) tempat perusahaan tersebut beroperasi. Hubungan kausalitasnya adalah: Struktur → Perilaku → Kinerja. Elemen struktur yang paling krusial dalam paradigma SCP adalah tingkat konsentrasi industri. Bain (1951) mempostulatkan bahwa dalam industri dengan konsentrasi tinggi (di mana pangsa pasar dikuasai oleh sedikit perusahaan besar), intensitas persaingan cenderung menurun.

Perusahaan dominan dapat melakukan koordinasi diam-diam (tacit collusion) untuk menghindari perang harga. Hal ini menciptakan hambatan masuk (barriers to entry) bagi pesaing kecil. Akibatnya, perusahaan dalam struktur pasar yang terkonsentrasi (Oligopoli) dapat menetapkan harga di atas biaya marjinal, sehingga menikmati profitabilitas yang lebih tinggi secara persisten dibandingkan perusahaan di pasar yang terfragmentasi.

Teori ini mendasari penggunaan variabel independen Struktur Industri yang diukur dengan Herfindahl-Hirschman Index (HHI). Semakin tinggi HHI, semakin kuat struktur oligopoli yang melindungi profitabilitas perusahaan.

2.1.3 Resource-Based View (RBV)

Sebagai antitesis dari paradigma SCP yang berfokus pada industri, penelitian ini menggunakan Resource-Based View (RBV) untuk menjelaskan faktor internal. Teori ini dikembangkan oleh Penrose (1959), Wernerfelt (1984), dan Barney (1991).

RBV menolak asumsi bahwa perusahaan dalam satu industri adalah identik. Sebaliknya, RBV memandang perusahaan sebagai sekumpulan sumber daya (bundle of resources) yang unik, heterogen, dan sulit dipindahkan (immobile). Kinerja perusahaan tidak ditentukan oleh industri, melainkan oleh seberapa baik perusahaan mengelola sumber daya internalnya.

Menurut Barney (1991), agar sumber daya dapat menghasilkan Keunggulan Kompetitif Berkelanjutan (yang berujung pada profitabilitas persisten), sumber daya tersebut harus memenuhi kriteria VRIO:

1. Valuable (Bernilai): Mampu mengeksploitasi peluang/menetralkan ancaman.
2. Rare (Langka): Tidak dimiliki banyak pesaing.
3. Inimitable (Sulit Ditiru): Pesaing sulit menduplikasi karena biaya tinggi atau kompleksitas.
4. Organized (Terorganisir): Perusahaan mampu mengelola sumber daya tersebut.

Dalam konteks keuangan empiris, konsep RBV diterjemahkan menjadi faktor “Kualitas” (Quality). Asness, Frazzini, dan Pedersen (2019) dalam makalah seminal “Quality Minus Junk” mendefinisikan aset berkualitas tinggi sebagai perusahaan yang memiliki karakteristik: Profitabilitas tinggi, Pertumbuhan stabil, dan Keamanan finansial (Safety).

Teori ini menjadi landasan pembentukan variabel Kualitas Bisnis (Business Quality Score - BQS). BQS merupakan proksi dari kapabilitas internal VRIO perusahaan, yang meliputi kekuatan penetapan harga (margin), kemampuan menghasilkan kas riil (owner earnings), dan ketahanan struktur modal (leverage discipline).

2.1.4 Hubungan Antar Variabel

Berdasarkan ketiga landasan teori di atas, berikut adalah penjelasan teoretis mengenai pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen:

1. Pengaruh Struktur Industri (HHI) terhadap Profitabilitas Berkelanjutan Mengacu pada Paradigma SCP, struktur industri memiliki hubungan positif dengan profitabilitas. Ketika Herfindahl-Hirschman Index (HHI) meningkat, pasar menjadi lebih terkonsentrasi. Dalam kondisi ini, persaingan harga antar perusahaan menurun karena jumlah pemain yang sedikit memudahkan pemantauan dan koordinasi. Perusahaan petahana mendapatkan “kekuatan pasar” (market power) untuk menetapkan margin laba yang lebih tinggi tanpa takut kehilangan pangsa pasar secara signifikan. Oleh karena itu, secara teoretis, semakin tinggi konsentrasi industri, semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk mempertahankan profitabilitas (Sustained ROA) di atas rata-rata normal.
2. Pengaruh Kualitas Bisnis (BQS) terhadap Profitabilitas Berkelanjutan Mengacu pada Teori RBV dan konsep Quality Investing, kualitas fundamental perusahaan memiliki hubungan positif dengan profitabilitas jangka panjang.
 - Margin Tinggi (Pricing Power): Mencerminkan produk yang Valuable dan Inimitable (sulit ditiru), memungkinkan perusahaan bertahan dari tekanan inflasi biaya.
 - Owner Earnings (Arus Kas): Mencerminkan efisiensi operasional yang riil, bukan sekadar laba akuntansi, yang menjamin keberlangsungan investasi kembali (reinvestment).
 - Leverage Rendah (Safety): Mencerminkan sumber daya finansial yang kuat, menghindarkan perusahaan dari risiko kebangkrutan (distress risk) saat kondisi ekonomi memburuk.
 - Konsistensi Laba: Mencerminkan stabilitas kapabilitas manajemen. Kombinasi elemen-elemen dalam BQS menciptakan “parit ekonomi” (economic moat) yang melindungi laba perusahaan dari erosi kompetisi, sehingga berdampak positif terhadap Sustained ROA.

3. Perbandingan Dominasi: Faktor Industri (SCP) vs. Faktor Internal (RBV) Literatur manajemen strategis sering memperdebatkan mana yang lebih penting: “di mana Anda bersaing” (Industri/SCP) atau “bagaimana Anda bersaing” (Internal/RBV). Studi klasik seperti McGahan dan Porter (1997) menemukan bahwa faktor industri penting, namun faktor spesifik perusahaan (firm-specific effects) seringkali menjelaskan variansi kinerja yang lebih besar. Dalam pasar modern yang sangat dinamis dan terdisrupsi teknologi (seperti konstituen S&P 500), teori RBV memprediksi bahwa kepemilikan aset tak berwujud dan kapabilitas internal (BQS) akan memiliki pengaruh yang lebih dominan terhadap persistensi laba dibandingkan sekadar berlindung di balik struktur industri yang terkonsentrasi (HHI).

2.2 Literatur Empiris

Berikut adalah ringkasan sistematis dari penelitian-penelitian empiris yang relevan mengenai pengaruh struktur industri, kualitas fundamental, dan karakteristik perusahaan terhadap kinerja keuangan.

Tabel II.1: Ringkasan Penelitian Terdahulu

Identitas	Hasil
Pervan et al. (2019)	Menemukan hubungan positif signifikan antara HHI dan profitabilitas. Studi ini mendukung paradigma SCP bahwa struktur pasar yang terkonsentrasi melindungi laba perusahaan.
Zeitun & Tian (2014)	Menemukan hubungan negatif signifikan antara leverage dan kinerja perusahaan. Perusahaan dengan utang rendah cenderung lebih profitabel, mendukung argumen RBV.
Asness, Frazzini, & Pedersen (2019)	Membuktikan bahwa saham dengan skor kualitas tinggi menghasilkan <i>risk-adjusted returns</i> yang superior dan persisten secara global.
Novy-Marx (2013)	Menemukan bahwa <i>gross profitability</i> memiliki daya prediksi kinerja masa depan yang lebih kuat daripada laba bersih.
Hirsch et al. (2021)	Menemukan tingkat persistensi laba yang tinggi pada peritel besar; <i>market share</i> dan ukuran berpengaruh positif terhadap kemampuan mempertahankan laba.
Stephan et al. (2008)	Menunjukkan bahwa profitabilitas masa lalu berpengaruh signifikan terhadap masa depan, namun tingkat persistensinya lebih rendah di negara berkembang.

Identitas	Hasil
Sloan (1996)	Menemukan bahwa laba yang didominasi oleh arus kas lebih persisten dan berkualitas tinggi daripada laba yang didominasi akrual.
Goddard et al. (2011)	Menemukan bahwa <i>market share</i> lebih dominan memengaruhi profitabilitas dibandingkan konsentrasi industri.
Dichev & Tang (2009)	Menemukan korelasi negatif antara volatilitas laba dan prediktabilitas. Perusahaan dengan konsistensi laba tinggi memiliki persistensi kinerja yang lebih baik.
McGahan & Porter (1997)	Menemukan bahwa efek perusahaan menjelaskan variansi profitabilitas yang lebih besar dibandingkan efek industri.

2.3 Kerangka Pemikiran Teoretis

Berdasarkan landasan teori dan tinjauan empiris di atas, penelitian ini membangun kerangka pemikiran untuk menguji determinan Sustained ROA. Profitabilitas jangka panjang perusahaan diasumsikan dipengaruhi oleh dua kekuatan utama:

1. Kekuatan Eksternal (Industri): Diwakili oleh HHI. Sesuai paradigma SCP dan temuan Pervan et al. (2019), struktur industri yang terkonsentrasi menciptakan hambatan kompetisi yang memungkinkan perusahaan mempertahankan margin tinggi.
2. Kekuatan Internal (Kualitas Bisnis): Diwakili oleh Business Quality Score (BQS). Sesuai RBV dan temuan Asness et al. (2019) serta Zeitun & Tian (2014), perusahaan dengan fundamental superior (margin tinggi, arus kas kuat, utang rendah, laba stabil) memiliki “imunitas” internal yang memungkinkan mereka bertahan dari guncangan makroekonomi dan kompetisi.

2.4 Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan sintesis literatur di atas, hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

1. H1: Struktur Industri (HHI) berpengaruh positif signifikan terhadap Profitabilitas Berkelanjutan (Sustained ROA), sejalan dengan Paradigma SCP.
2. H2: Kualitas Bisnis (BQS) berpengaruh positif signifikan terhadap Profitabilitas Berkelanjutan (Sustained ROA), sejalan dengan teori RBV dan Quality Investing.
3. H3: Kualitas Bisnis (BQS) memiliki pengaruh yang lebih dominan dibandingkan Struktur Industri (HHI) dalam menjelaskan variasi profitabilitas, mendukung pandangan bahwa efisiensi internal lebih krusial di pasar modern yang efisien (McGahan

& Porter, 1997).

BAB III

METODE PENELITIAN

Pendekatan penelitian ini berakar pada paradigma positivisme, yang memandang bahwa realitas ekonomi dalam hal ini, persistensi kinerja perusahaan dan struktur pasar industri bersifat objektif, terukur, dan diatur oleh hukum-hukum kausalitas yang dapat digeneralisasi. Berpijak pada ontologi ini, penelitian mengadopsi pendekatan kuantitatif deduktif (*hypothetico-deductive method*). Logika deduktif digunakan untuk menurunkan hipotesis dari kerangka teori yang mapan, seperti paradigma Structure-Conduct-Performance (SCP) dan Resource-Based View (RBV), untuk kemudian diuji secara empiris menggunakan data sekunder.

Desain penelitian bersifat eksplanatoris (*explanatory research*), yang bertujuan tidak sekadar mendeskripsikan fenomena, melainkan menjelaskan hubungan kausal antara struktur industri (faktor eksternal) dan kualitas bisnis (faktor internal) terhadap profitabilitas berkelanjutan. Mengingat kompleksitas dinamika pasar modal Amerika Serikat dan heterogenitas perusahaan dalam indeks S&P 500, metodologi ini dirancang untuk memitigasi bias estimasi melalui penggunaan teknik data panel dinamis dan kontrol ketat terhadap unobserved heterogeneity serta autokorelasi pada tingkat perusahaan.

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

Langkah fundamental dalam penelitian kuantitatif adalah operasionalisasi variabel, yakni proses translasi konstruksi teoretis abstrak menjadi indikator empiris yang terukur secara presisi. Penelitian ini melibatkan satu variabel dependen (*endogenous variable*) dan dua variabel independen utama (*exogenous variables*), serta serangkaian variabel kontrol untuk mengisolasi dampak marginal. Definisi operasional ini disusun untuk memastikan validitas konstruksi (*construct validity*) dan reliabilitas pengukuran, dengan merujuk pada praktik terbaik dalam literatur keuangan empiris.

3.1.1 Variabel Dependen: Profitabilitas Berkelanjutan (*Sustained Return on Assets*)

Dalam literatur keuangan korporat dan manajemen strategis, profitabilitas umumnya diukur menggunakan rasio keuangan standar pada satu periode waktu (*single-period*), seperti Return on Assets (ROA) tahunan. Namun, penelitian ini berfokus pada konsep “profitabilitas berkelanjutan” (*profit persistence*), yang mencerminkan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan kinerja di atas rata-rata industri dalam jangka menen-

gah hingga panjang, melawan tekanan kompetitif yang secara teoretis seharusnya mengikis laba abnormal (mean reversion).

Penggunaan metrik profitabilitas satu tahun tunggal dinilai memiliki risiko bias yang tinggi akibat fluktuasi siklus bisnis jangka pendek (transitory shocks) atau praktik manajemen laba (earnings management) akrual yang dilakukan manajemen untuk mencapai target jangka pendek. Oleh karena itu, untuk menangkap esensi “keberlanjutan” dan memfilter noise jangka pendek, penelitian ini mengadopsi proksi Sustained ROA (SROA).

Definisi Konseptual dan Operasional: Sustained ROA didefinisikan sebagai rata-rata bergerak (moving average) dari Return on Assets (ROA) perusahaan selama periode jendela tiga tahun, yang mencakup tahun berjalan (t), satu tahun sebelumnya (t-1), dan dua tahun sebelumnya (t-2). Pemilihan durasi tiga tahun didasarkan pada literatur profit persistence yang mengindikasikan bahwa periode ini cukup untuk meratakan anomali jangka pendek tanpa kehilangan relevansi informasi terkini tentang kondisi fundamental perusahaan.

Secara spesifik, komponen dasar ROA dihitung sebagai rasio Laba Bersih (Net Income) terhadap Total Aset (Total Assets) pada akhir tahun fiskal. Penggunaan Total Aset sebagai denominator (pembagi) dipilih karena ROA mencerminkan efisiensi manajerial dalam mendayagunakan seluruh basis sumber daya ekonomi perusahaan untuk menghasilkan laba, terlepas dari bagaimana aset tersebut didanai (utang vs ekuitas). Hal ini memberikan ukuran efisiensi operasional yang lebih murni dibandingkan Return on Equity (ROE) yang sangat sensitif terhadap tingkat leverage keuangan, di mana perusahaan dengan utang tinggi dapat menunjukkan ROE yang tinggi meskipun efisiensi asetnya rendah.

Formulasi Matematis:

Pengukuran variabel ini dilakukan dalam dua tahap:

1. Penghitungan ROA tahunan untuk setiap perusahaan i pada tahun t.
2. Penghitungan rata-rata aritmatika ROA selama 3 tahun (t, t-1, t-2).

$$ROA_{i,t} = \frac{\text{Net Income}_{i,t}}{\text{Total Assets}_{i,t}}$$

$$SROA_{i,t} = \frac{ROA_{i,t} + ROA_{i,t-1} + ROA_{i,t-2}}{3}$$

Dimana:

- $SROA_{i,t}$: Profitabilitas berkelanjutan perusahaan i pada tahun t.
- $ROA_{i,t}$: Tingkat pengembalian aset perusahaan i pada tahun t.
- $ROA_{i,t-1}$: Tingkat pengembalian aset perusahaan i pada tahun t-1.
- $ROA_{i,t-2}$: Tingkat pengembalian aset perusahaan i pada tahun t-2.

- Satuan Pengukuran: Rasio (desimal atau persentase).

Justifikasi penggunaan moving average ini sejalan dengan penelitian Stephan et al. (2008) dan analisis persistensi laba yang menekankan bahwa kinerja masa lalu mengandung informasi prediktif terhadap kinerja masa depan, dan rata-rata multi-tahun memberikan estimasi kemampuan laba jangka panjang (permanent earnings) yang lebih akurat dibandingkan observasi satu titik waktu.

3.1.2 Variabel Independen 1: Struktur Industri (Industry Structure)

Variabel ini merepresentasikan determinan eksternal yang memengaruhi profitabilitas perusahaan, berakar kuat pada paradigma Industrial Organization (IO) klasik, khususnya kerangka Structure-Conduct-Performance (SCP). Paradigma SCP mempostulatkan bahwa struktur pasar suatu industri menentukan perilaku (conduct) perusahaan-perusahaan di dalamnya (misalnya dalam hal penetapan harga, strategi R&D, dan periklanan), yang pada akhirnya menentukan kinerja (performance) agregat industri dan perusahaan.

Teori ekonomi menyatakan bahwa dalam pasar persaingan sempurna, profitabilitas perusahaan akan terdorong menuju tingkat normal (zero economic profit) dalam jangka panjang. Sebaliknya, struktur pasar yang sangat terkonsentrasi—di mana industri didominasi oleh segelintir perusahaan besar—cenderung memfasilitasi kekuatan pasar (market power). Kekuatan pasar ini memungkinkan perusahaan untuk menetapkan harga di atas biaya marjinal atau melakukan kolusi diam-diam (tacit collusion), yang berujung pada profitabilitas supernormal yang persisten. Oleh karena itu, hipotesis yang dibangun adalah adanya hubungan positif antara konsentrasi industri dengan profitabilitas berkelanjutan.

Definisi Konseptual dan Operasional: Penelitian ini menggunakan Herfindahl-Hirschman Index (HHI) sebagai proksi utama untuk mengukur struktur atau konsentrasi industri. HHI dipilih karena keunggulannya secara metodologis dibandingkan rasio konsentrasi sederhana seperti Concentration Ratio 4 perusahaan (CR4). CR4 hanya menjumlahkan pangsa pasar empat pemain terbesar dan mengabaikan distribusi ukuran perusahaan lainnya serta dinamika persaingan di luar empat besar. Sebaliknya, HHI memperhitungkan pangsa pasar seluruh perusahaan dalam industri dan memberikan bobot lebih besar pada perusahaan dengan pangsa pasar yang lebih besar melalui mekanisme pengkuadratan pangsa pasar. Hal ini menjadikan HHI ukuran yang jauh lebih sensitif terhadap perubahan kekuatan pasar di antara pemain dominan maupun perubahan pada “ekor” distribusi industri.

Formulasi Matematis:

HHI dihitung sebagai jumlah dari kuadrat pangsa pasar (market share) seluruh perusahaan yang beroperasi dalam industri yang sama (j) pada tahun tertentu (t).

$$HHI_{j,t} = \sum_{i=1}^{N_j} (S_{i,j,t})^2$$

Dimana:

- $HHI_{j,t}$: Indeks Herfindahl-Hirschman untuk industri j pada tahun t .
- $S_{i,j,t}$: Pangsa pasar (market share) perusahaan i dalam industri j pada tahun t . Pangsa pasar dihitung berdasarkan pendapatan penjualan (sales revenue):

$$S_{i,j,t} = \frac{\text{Sales}_{i,j,t}}{\sum_{k=1}^{N_j} \text{Sales}_{k,j,t}}$$

- N_j : Jumlah total perusahaan yang beroperasi dalam industri j yang terdaftar dalam populasi data (S&P 500).

Interpretasi Nilai:

Nilai HHI teoritis berkisar antara mendekati 0 hingga 1 (jika menggunakan desimal) atau 0 hingga 10.000 (jika menggunakan persentase, misalnya pangsa pasar 50% dihitung sebagai 50, bukan 0.5).

- $HHI < 1.500$ (atau 0.15): Pasar kompetitif (tidak terkonsentrasi).
- $1.500 \leq HHI \leq 2.500$ (atau 0.15 - 0.25): Konsentrasi moderat.
- $HHI > 2.500$ (atau 0.25): Pasar sangat terkonsentrasi (oligopoli/monopoli). Dalam model regresi penelitian ini, HHI akan dimasukkan sebagai variabel kontinu untuk menangkap elastisitas pengaruh konsentrasi terhadap SROA.

Metodologi Klasifikasi Industri (GICS vs. SIC):

Validitas pengukuran HHI sangat bergantung pada definisi “batas industri” (industry boundary). Penelitian ini menetapkan penggunaan standar klasifikasi Global Industry Classification Standard (GICS) pada level Industry (6-digit) atau Sub-Industry (8-digit) untuk pengelompokan perusahaan.

Pilihan menggunakan GICS diutamakan dibandingkan Standard Industrial Classification (SIC) atau NAICS karena beberapa alasan metodologis yang didukung literatur empiris:

1. Relevansi Pasar Modal: GICS dikembangkan oleh MSCI dan S&P secara spesifik untuk komunitas investasi. Klasifikasi ini lebih mencerminkan orientasi pasar dan model bisnis perusahaan dibandingkan SIC yang berorientasi pada proses produksi.
2. Homogenitas: Penelitian Bhojraj et al. (2003) menemukan bahwa klasifikasi GICS menghasilkan kelompok perusahaan yang lebih homogen dalam hal rasio keuangan dan pergerakan harga saham dibandingkan SIC, sehingga perhitungan pangsa pasar menjadi lebih akurat mencerminkan kompetisi nyata.

3. Dinamis: Struktur GICS diperbarui secara berkala (revisi tahunan) untuk mengakomodasi perubahan lanskap ekonomi (misalnya, pemisahan sektor Real Estate dari Financials atau pembentukan sektor Communication Services), sedangkan kode SIC cenderung statis dan ketinggalan zaman.

Oleh karena itu, penggunaan GICS dalam perhitungan HHI diharapkan memberikan proksi struktur pasar yang lebih valid dalam menjelaskan variasi profitabilitas pada perusahaan S&P 500.

3.1.3 Variabel Independen 2: Kualitas Bisnis (Business Quality Score)

Variabel ini merepresentasikan determinan internal (firm-specific factors) dan merupakan inovasi metodologis utama dalam penelitian ini. Berbeda dengan pendekatan yang hanya menggunakan satu rasio keuangan, variabel ini dikembangkan berdasarkan teori Resource-Based View (RBV), yang menyatakan bahwa keunggulan kompetitif berkelanjutan bersumber dari kepemilikan sumber daya internal yang bernilai, langka, tak tergantikan, dan sulit ditiru. Kualitas bisnis adalah konsep multidimensi (latent variable) yang tidak dapat diobservasi secara langsung, sehingga memerlukan pendekatan indeks komposit.

Penelitian ini mengkonstruksi Business Quality Score (BQS), sebuah indeks komposit yang mengintegrasikan empat dimensi fundamental kualitas perusahaan: (1) kekuatan penetapan harga dan efisiensi biaya (margin), (2) kemampuan menghasilkan uang tunai riil (cash generation), (3) keamanan struktur modal (financial safety), dan (4) stabilitas kinerja (consistency). Konstruksi BQS ini terinspirasi oleh metodologi Piotroski F-Score dan konsep Economic Moat Warren Buffett, namun dimodifikasi dengan menggunakan variabel kontinu (continuous variables) yang distandarisasi (Z-score) alih-alih skor biner (0/1) untuk mempertahankan kekayaan informasi variabilitas data.

BQS dihitung melalui proses standardisasi dan agregasi dari empat sub-komponen berikut:

1. Margin & Pricing Power (MARG)

Komponen ini mengukur kemampuan perusahaan untuk mengendalikan biaya produksi atau menetapkan harga premium atas produknya. Marjin kotor yang tinggi dan stabil adalah indikator klasik dari adanya “parit ekonomi” (economic moat) atau kekuatan pasar.

- Indikator: Gross Profit Margin.
- Rumus:

$$\text{MARG}_{i,t} = \frac{\text{Sales}_{i,t} - \text{Cost of Goods Sold}_{i,t}}{\text{Sales}_{i,t}}$$

2. Owner Earnings Proxy (OE)

Komponen ini mengadopsi konsep “Owner Earnings” yang dipopulerkan oleh Warren Buffett sebagai ukuran profitabilitas yang lebih superior dibandingkan laba bersih akuntansi. Laba bersih seringkali mengandung komponen non-kas (seperti depresiasi) dan tidak memperhitungkan kebutuhan investasi modal (Capital Expenditure/Capex) yang diperlukan untuk mempertahankan posisi kompetitif perusahaan. Rasio ini mengukur berapa banyak uang tunai “bebas” yang dihasilkan perusahaan untuk setiap dolar penjualan.

- Indikator: Rasio Arus Kas Operasi bebas Capex terhadap Penjualan.

- Rumus:

$$OE_{i,t} = \frac{\text{Operating Cash Flow}_{i,t} - \text{Capital Expenditures}_{i,t}}{\text{Sales}_{i,t}}$$

Semakin tinggi nilai OE, semakin tinggi kualitas laba perusahaan, karena mencerminkan konversi penjualan menjadi uang tunai yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham tanpa mengorbankan operasional.

3. Leverage Discipline (LEV)

Komponen ini mengukur kesehatan struktur modal dan disiplin manajemen dalam menggunakan utang. Perusahaan berkualitas tinggi (high quality) cenderung mampu membiayai operasinya melalui arus kas internal dan memiliki tingkat ketergantungan pada utang eksternal yang lebih rendah, sehingga risiko kebangkrutan (distress risk) lebih kecil.

- Indikator: Skor kedisiplinan utang (kebalikan dari rasio utang).
- Rumus:

$$\text{Leverage Ratio}_{i,t} = \frac{\text{Total Debt}_{i,t}}{\text{Total Assets}_{i,t}}$$

$$\text{LEV}_{i,t}(\text{score}) = 1 - \text{Leverage Ratio}_{i,t}$$

Dengan rumus ini, perusahaan dengan utang nol akan memiliki skor 1, sedangkan perusahaan yang seluruh asetnya didanai utang akan memiliki skor 0. Ini memastikan arah korelasi positif dengan kualitas bisnis.

4. Earnings Consistency (CONS)

Komponen ini menangkap dimensi risiko dan stabilitas. Perusahaan berkualitas tinggi ditandai dengan aliran laba yang stabil dan dapat diprediksi, bukan laba yang fluktuatif (volatile). Volatilitas laba yang tinggi diasosiasikan dengan ketidakpastian arus kas masa depan dan biaya modal yang lebih tinggi.

- Indikator: Kebalikan dari Koefisien Variasi (CV) dari Gross Profit Margin selama periode 3 tahun. Penggunaan gross margin dipilih untuk menghindari overlap konstruksi dengan variabel dependen SROA yang juga berbasis ROA, sekaligus memberikan proksi yang lebih murni terhadap stabilitas pricing power perusahaan.

- Rumus:

$$CV_{\text{MARG}} = \frac{\sigma \text{MARG}_{(t,t-1,t-2)}}{|\mu \text{MARG}_{(t,t-1,t-2)}|}$$

$$\text{CONS}_{i,t} = \frac{1}{CV_{\text{MARG}}}$$

Dimana σ adalah standar deviasi dan μ adalah rata-rata (mean) Gross Profit Margin selama 3 tahun. Penggunaan nilai mutlak pada mean diperlukan untuk menangani kasus mean negatif. Nilai CONS yang tinggi menunjukkan variabilitas margin yang rendah relatif terhadap tingkat marginnya, mencerminkan konsistensi pricing power yang tinggi

Konstruksi Indeks Agregat (Z-Score Weighting)

Karena keempat komponen di atas memiliki satuan pengukuran yang berbeda (persentase margin, rasio kas, rasio utang, dan rasio variabilitas), penggabungan langsung tidak dapat dilakukan secara valid. Oleh karena itu, metodologi standarisasi statistik (Z-score) diterapkan.

Setiap komponen (X) untuk setiap perusahaan i pada tahun t akan dikonversi menjadi nilai standar deviasi dari rata-rata sampel pada tahun tersebut:

$$Z_{X,i,t} = \frac{X_{i,t} - \mu_{X,t}}{\sigma_{X,t}}$$

Dimana $\mu_{X,t}$ adalah rata-rata cross-sectional variabel X pada tahun t seluruh sampel, dan $\sigma_{X,t}$ adalah standar deviasi cross-sectional-nya.

Skor akhir Business Quality Score (BQS) adalah rata-rata aritmatika dari keempat Z-score tersebut (dengan asumsi bobot yang sama/equal weighting untuk setiap dimensi kualitas):

$$\text{BQS}_{i,t} = \frac{Z_{\text{MARG},i,t} + Z_{\text{OE},i,t} + Z_{\text{LEV},i,t} + Z_{\text{CONS},i,t}}{4}$$

Interpretasi:

- BQS > 0: Kualitas bisnis perusahaan berada di atas rata-rata populasi S&P 500.
- BQS < 0: Kualitas bisnis perusahaan berada di bawah rata-rata populasi S&P 500. Metode agregasi berbasis Z-score ini umum digunakan dalam pembentukan indeks komposit keuangan, seperti pada metodologi MSCI Quality Indices, untuk memastikan komparabilitas antar-dimensi.

3.1.4 Variabel Kontrol

Untuk memastikan bahwa estimasi pengaruh HHI dan BQS terhadap SROA tidak bias oleh faktor pembaur (confounding factors) yang diketahui memengaruhi profitabilitas, penelitian ini memasukkan dua variabel kontrol utama yang konsisten dengan literatur:

1. Ukuran Perusahaan (Firm Size - SIZE)

- Definisi: Skala operasi perusahaan yang mencerminkan besarnya sumber daya yang dikelola. Teori ekonomi skala (economies of scale) menyarankan bahwa perusahaan besar mungkin memiliki efisiensi biaya yang lebih tinggi, akses modal yang lebih murah, dan diversifikasi yang lebih baik, yang dapat berkorelasi positif dengan profitabilitas. Namun, teori agensi juga menyarankan bahwa perusahaan yang terlalu besar mungkin mengalami inefisiensi birokrasi (diseconomies of scale).
- Rumus: Logaritma natural dari Total Aset. Transformasi logaritma digunakan untuk menormalisasi distribusi data aset yang biasanya sangat skewed (miring) ke kanan.

$$SIZE_{i,t} = \ln(\text{Total Assets}_{i,t})$$

2. Pertumbuhan Penjualan (Sales Growth - GROWTH)

- Definisi: Tingkat ekspansi pendapatan perusahaan dari tahun ke tahun. Variabel ini mencerminkan permintaan produk dan posisi perusahaan dalam siklus hidup industri. Pertumbuhan penjualan yang tinggi sering diasosiasikan dengan profitabilitas yang lebih tinggi melalui peningkatan pangsa pasar dan efisiensi operasi, meskipun pertumbuhan yang terlalu agresif juga dapat menggerus margin jangka pendek.
- Rumus: Persentase perubahan penjualan tahunan.

$$GROWTH_{i,t} = \frac{\text{Sales}_{i,t} - \text{Sales}_{i,t-1}}{\text{Sales}_{i,t-1}}$$

Tabel III.1: Ringkasan Definisi Operasional Variabel

Variabel	Simbol	Definisi Operasional	Skala	Sumber Data
Dependen				
Profitabilitas Berkelanjutan	SROA	Rata-rata Return on Assets (Laba Bersih / Total Aset) selama 3 tahun (t, t-1, t-2).	Rasio	Bloomberg Terminal
Independen				
Struktur Industri	HHI	Jumlah kuadrat pangsa pasar perusahaan dalam industri GICS yang sama ($\sum s_i^2$).	Rasio	Bloomberg Terminal (Calculated)

Variabel	Simbol	Definisi Operasional	Skala	Sumber Data
Kualitas Bisnis	BQS	Rata-rata Z-score dari Margin, Owner Earnings, Leverage (inverse), dan Earnings Consistency.	Interval	Bloomberg Terminal (Calculated)
Kontrol				
Ukuran Perusahaan	SIZE	Logaritma natural dari Total Aset akhir tahun.	Rasio	Bloomberg Terminal
Pertumbuhan Penjualan	GROWTH	Persentase perubahan penjualan dari tahun t-1 ke tahun t.	Rasio	Bloomberg Terminal

3.2 Populasi dan Sampel

Penentuan populasi dan sampel dilakukan dengan prinsip kehati-hatian statistik untuk memastikan representativitas data terhadap fenomena yang diteliti serta meminimalkan bias seleksi, khususnya survivorship bias yang kerap mendistorsi studi kinerja jangka panjang.

3.2.1 Populasi Penelitian

Populasi target dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik yang terdaftar sebagai konstituen indeks S&P 500 selama periode pengamatan 2015 hingga 2024. S&P 500 dipilih karena indeks ini secara luas dianggap sebagai barometer terbaik bagi pasar ekuitas berkapitalisasi besar di Amerika Serikat, mencakup sekitar 80% dari total kapitalisasi pasar yang tersedia. Konstituen S&P 500 dipilih oleh komite indeks berdasarkan kriteria likuiditas, ukuran, dan viabilitas finansial yang ketat, sehingga populasi ini merepresentasikan entitas bisnis yang paling mapan dan berpengaruh dalam ekonomi global. Populasi ini bersifat dinamis, di mana komposisi perusahaan dapat berubah setiap kuartal akibat aksi korporasi (merger, akuisisi, kebangkrutan) atau rebalancing indeks.

3.2.2. Teknik Pengambilan Sampel (Sampling Technique)

Penelitian ini menggunakan teknik Purposive Sampling (Judgment Sampling), di mana sampel dipilih berdasarkan karakteristik spesifik yang disesuaikan dengan tujuan penelitian dan kebutuhan analisis data panel yang seimbang (balanced) maupun tidak seimbang (unbalanced).

Kriteria Inklusi dan Eksklusi:

1. Ketersediaan Data Historis: Perusahaan harus memiliki data laporan keuangan lengkap (Total Aset, Laba Bersih, Penjualan, Utang, Arus Kas Operasi, Capex) yang tersedia di basis data Bloomberg Terminal untuk periode 2013-2024. Data

tahun 2013-2014 diperlukan untuk menghitung nilai lag dan rata-rata bergerak (SROA, Growth, Consistency) untuk observasi awal tahun 2015.

2. Pengecualian Sektor Keuangan dan Utilitas (Strategic Exclusion): Berdasarkan konvensi standar dalam penelitian struktur modal dan profitabilitas, perusahaan yang terklasifikasi dalam sektor Keuangan (Financials - GICS Code 40) dan Utilitas (Utilities - GICS Code 55) dikeluarkan dari sampel akhir.
 - Alasan Eksklusi Sektor Keuangan: Neraca perusahaan keuangan (bank, asuransi) memiliki struktur yang fundamental berbeda dari perusahaan non-keuangan. Bagi bank, utang (dana pihak ketiga) adalah “bahan baku” operasional, bukan sekadar sumber pendanaan, sehingga rasio leverage dan gross margin tidak dapat diperbandingkan secara apple-to-apple dengan perusahaan manufaktur atau jasa lainnya. Memasukkan sektor ini akan mendistorsi perhitungan komponen LEV dan MARG dalam skor BQS.
 - Alasan Eksklusi Sektor Utilitas: Perusahaan utilitas beroperasi dalam lingkungan monopoli alamiah yang teregulasi ketat (regulated monopolies). Tingkat profitabilitas dan struktur harga mereka sering kali ditentukan oleh keputusan regulator (statutory return on equity), bukan murni oleh mekanisme pasar kompetitif atau efisiensi manajerial. Hal ini dapat mengaburkan analisis pengaruh struktur industri (HHI) dan kualitas bisnis internal terhadap SROA.
3. Mata Uang Pelaporan: Hanya perusahaan yang menyajikan laporan keuangan dalam mata uang Dolar AS (USD) yang disertakan untuk menghindari bias akibat fluktuasi nilai tukar (exchange rate noise).

Dengan menerapkan kriteria di atas, sampel akhir akan terdiri dari perusahaan non-keuangan dan non-utilitas yang secara konsisten menjadi bagian dari ekosistem pasar modal AS selama periode penelitian, atau setidaknya memiliki data yang cukup untuk membentuk panel yang valid.

3.2.2 Penanganan Data Ekstrem (Winsorization)

Data keuangan perusahaan seringkali mengandung nilai pencilan (outliers) yang ekstrem akibat peristiwa luar biasa (misalnya, write-off aset besar-besaran, restrukturisasi, atau denominator yang mendekati nol pada rasio pertumbuhan). Nilai ekstrem ini dapat mendistorsi estimasi parameter regresi OLS, yang sangat sensitif terhadap outlier (pelanggaran asumsi normalitas residual).

Untuk memitigasi masalah ini tanpa membuang informasi (yang terjadi jika menggunakan teknik trimming), penelitian ini menerapkan teknik Winsorization. Seluruh variabel rasio kontinu (SROA, MARG, OE, LEV, CONS, GROWTH) akan di-winsorize pada tingkat 1% di kedua ekor distribusi (1st and 99th percentiles).

- Mekanisme: Nilai data yang berada di bawah persentil ke-1 akan diganti dengan nilai pada persentil ke-1. Nilai data di atas persentil ke-99 akan diganti dengan nilai pada persentil ke-99.
- Justifikasi: Pendekatan ini mempertahankan ukuran sampel (sample size) sambil membatasi pengaruh disproporsional dari observasi ekstrem yang mungkin disebabkan oleh kesalahan data atau kejadian non-ekonomis, sehingga menghasilkan estimasi statistik yang lebih robust dan dapat digeneralisasi.

3.3 Jenis dan Sumber Data

3.3.1 Jenis Data

Jenis data yang digunakan adalah Data Sekunder kuantitatif dengan struktur Data Panel (Longitudinal Data). Data panel merupakan gabungan antara data deret waktu (time-series) selama 10 tahun (2015-2024) dan data lintas individu (cross-section) yang mencakup ratusan perusahaan.

Keunggulan Metodologis Data Panel:

Penggunaan data panel memberikan keunggulan analitis dibandingkan data cross-section atau time-series murni:

1. Informasi Lebih Kaya: Data panel menyediakan variabilitas data yang lebih besar, mengurangi kolinearitas antar variabel, dan meningkatkan derajat kebebasan (degrees of freedom), sehingga menghasilkan estimasi parameter yang lebih efisien.
2. Kontrol Heterogenitas: Keunggulan utama data panel adalah kemampuannya untuk mengontrol heterogenitas individu yang tidak dapat diobservasi (unobserved heterogeneity), seperti budaya perusahaan, kualitas manajemen, atau reputasi merek, yang bersifat konstan sepanjang waktu namun berbeda antar perusahaan. Kegagalan mengontrol faktor ini (seperti dalam regresi cross-section biasa) dapat menyebabkan bias estimasi (omitted variable bias).
3. Dinamika Penyesuaian: Data panel memungkinkan analisis dinamika perubahan perilaku perusahaan dari waktu ke waktu sebagai respons terhadap perubahan struktur industri.

3.3.2 Sumber Data

Data penelitian diperoleh dari penyedia data keuangan pihak ketiga yang memiliki reputasi kredibilitas tinggi di kalangan akademisi dan praktisi:

1. Bloomberg Terminal: Merupakan sumber data utama untuk seluruh item laporan keuangan (Total Assets, Sales, Net Income, OCF, Capex, Debt, COGS). Bloomberg Terminal menyediakan data fundamental tahunan yang telah distandarisasi untuk seluruh perusahaan konstituen S&P 500, mencakup laporan laba rugi, neraca, dan laporan arus kas dengan coverage historis hingga tahun 2013.

2. GICS Classifications: Data klasifikasi industri GICS (Sector, Industry Group, Industry, Sub-Industry) juga diperoleh dari Bloomberg Terminal atau basis data S&P Global untuk memastikan pengelompokan industri yang akurat pada setiap tahun pengamatan.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dilakukan dengan teknik Dokumentasi dan Arsip, yaitu mengunduh, menyusun, dan mengolah data yang tersedia dalam basis data elektronik. Prosedur pengumpulan data dilakukan secara sistematis melalui tahapan berikut:

1. Identifikasi Populasi Historis: Mengunduh daftar konstituen indeks S&P 500 historis per akhir tahun untuk setiap tahun dari 2015 hingga 2024. Hal ini penting untuk memastikan bahwa perusahaan yang sudah keluar dari indeks (delisted) selama periode pengamatan tetap diperhitungkan pada tahun mereka masih aktif, guna meminimalisir Survivorship Bias (bias yang muncul jika hanya menganalisis perusahaan yang “selamat” hingga akhir periode).
2. Ekstraksi Data Keuangan (Data Retrieval): Menggunakan ticker atau identifier unik (seperti GVKEY pada Bloomberg Terminal), peneliti mengunduh data fundamental tahunan (annual fundamentals) untuk periode 2013-2024. Data 2013-2014 ditarik khusus untuk perhitungan variabel yang membutuhkan data masa lalu (lagged variables) seperti pertumbuhan penjualan dan rata-rata ROA 3 tahun untuk observasi tahun 2015.
3. Konstruksi Variabel dan Pembersihan Data:
 - Perhitungan Rasio: Menghitung rasio ROA, Gross Margin, Owner Earnings, dan Leverage untuk setiap observasi (perusahaan-tahun).
 - Klasifikasi Industri: Menetapkan kode GICS yang relevan untuk setiap perusahaan pada setiap tahun. Perlu diperhatikan bahwa perusahaan dapat berpindah sektor (misal: perpindahan Visa/Mastercard dari Financials ke IT lalu ke Financials lagi, atau perubahan definisi sektor GICS pada 2018). Data HHI harus dihitung berdasarkan klasifikasi yang berlaku pada tahun tersebut.
 - Perhitungan HHI Dinamis: Menghitung total penjualan industri ($SALES_{j,t}$) dengan menjumlahkan penjualan seluruh perusahaan dalam kode industri yang sama pada tahun tersebut. Kemudian menghitung pangsa pasar masing-masing perusahaan dan menjumlahkan kuadratnya untuk mendapatkan HHI.
 - Standardisasi BQS: Melakukan perhitungan mean dan standar deviasi untuk setiap komponen BQS secara cross-sectional per tahun, menghitung Z-score, dan merata-ratakannya menjadi BQS.

4. Penyusunan Dataset Panel: Menggabungkan (merge) seluruh variabel yang telah dihitung ke dalam satu struktur data panel dengan format long form (kolom: Firm ID, Year, SROA, BQS, HHI, SIZE, GROWTH). Melakukan pengecekan konsistensi data dan penghapusan observasi dengan data yang tidak lengkap (missing values) yang tidak dapat diimputasi secara wajar.

3.5 Metode Analisis

Analisis data dilakukan menggunakan perangkat lunak statistik ekonometrika seperti Stata (versi 16 atau lebih baru) atau Python (menggunakan library statsmodels dan pandas). Tahapan analisis dirancang secara hierarkis mulai dari deskripsi data hingga pengujian hipotesis kausal dengan koreksi kesalahan standar (standard error correction) yang canggih.

3.5.1 Statistik Deskriptif dan Matriks Korelasi

Langkah awal adalah menyajikan statistik deskriptif (Mean, Median, Minimum, Maksimum, Standar Deviasi) untuk memberikan gambaran umum distribusi data, memverifikasi efektivitas winsorization, dan mendeteksi pola awal. Selanjutnya, Matriks Korelasi Pearson akan disajikan untuk menguji hubungan bivariat antar variabel. Analisis ini krusial untuk mendeteksi potensi masalah Multikolinearitas yang serius (biasanya ditandai dengan koefisien korelasi > 0.8 antar variabel independen). Mengingat BQS disusun dari rasio keuangan yang mungkin berkorelasi dengan Size atau Growth, pemeriksaan Variance Inflation Factor (VIF) juga akan dilakukan. Jika $VIF < 10$, maka asumsi non-multikolinearitas dianggap terpenuhi.

3.5.2 Penentuan Model Estimasi Data Panel

Dalam ekonometrika data panel, pemilihan teknik estimasi yang tepat sangat menentukan validitas hasil. Tiga pendekatan utama yang dipertimbangkan adalah:

1. Common Effect Model (CEM) / Pooled OLS: Mengasumsikan bahwa intersep (α) dan koefisien (β) bersifat konstan antar perusahaan dan waktu. Model ini mengabaikan struktur panel dan sifat unik perusahaan.
2. Fixed Effect Model (FEM): Mengasumsikan bahwa setiap perusahaan memiliki karakteristik unik yang tidak terobservasi (unobserved heterogeneity) yang ditangkap oleh intersep spesifik individu (α). Karakteristik ini diasumsikan konstan sepanjang waktu (time-invariant) namun dapat berkorelasi dengan variabel independen (misalnya, kualitas manajemen yang baik— α_i tinggi—mungkin berkorelasi dengan keputusan BQS yang tinggi). FEM menghilangkan bias ini melalui transformasi data (de-meaning).
3. Random Effect Model (REM): Mengasumsikan bahwa perbedaan antar perusahaan bersifat acak dan error term spesifik individu tidak berkorelasi dengan variabel

independen. REM lebih efisien daripada FEM jika asumsi ini terpenuhi, namun menjadi tidak konsisten jika asumsi dilanggar.

Prosedur Pemilihan Model:

Pemilihan model terbaik dilakukan melalui serangkaian uji spesifikasi statistik formal:

- Uji Chow (F-Test): Menguji hipotesis nol bahwa intersep sama untuk semua perusahaan (CEM valid). Jika nilai F-statistic signifikan ($\alpha < 0.05$), maka hipotesis nol ditolak, mengindikasikan adanya efek individu, sehingga FEM lebih baik dari CEM.
- Uji Hausman: Menguji apakah error term unik berkorelasi dengan regressor. Hipotesis nol adalah tidak ada korelasi (REM konsisten dan efisien). Jika nilai Chi-square signifikan ($\alpha < 0.05$), hipotesis nol ditolak, yang berarti REM bias dan Fixed Effect Model (FEM) adalah estimator yang konsisten dan harus dipilih.
- Uji Lagrange Multiplier (LM) Breusch-Pagan: Digunakan jika Uji Chow mendukung CEM, untuk memastikan apakah ada varians residual yang signifikan antar unit.

Berdasarkan karakteristik data keuangan korporat di mana heterogenitas tak terobservasi (seperti strategi unik, brand equity, dan budaya perusahaan) sangat lazim dan kemungkinan besar berkorelasi dengan variabel independen (seperti BQS dan Size), literatur sangat menyarankan penggunaan Fixed Effect Model (FEM) sebagai baseline model yang paling robust terhadap bias endogeneity akibat omitted variables.

3.5.3 Spesifikasi Model Empiris

Berdasarkan kerangka pemikiran dan variabel yang telah didefinisikan, persamaan regresi data panel yang diajukan adalah sebagai berikut:

$$\text{SROA}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{BQS}_{i,t} + \beta_2 \text{HHI}_{j,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{GROWTH}_{i,t} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan:

- SROA_{it}: Profitabilitas berkelanjutan perusahaan *i* pada tahun *t*.
- BQS_{it}: Skor Kualitas Bisnis perusahaan *i* pada tahun *t*. (Hipotesis: $\beta_1 > 0$, mendukung RBV).
- HHI_{jt}: Indeks konsentrasi industri *j* pada tahun *t*. (Hipotesis: $\beta_2 > 0$, mendukung SCP).
- SIZE_{it}: Logaritma natural Total Aset.
- GROWTH_{it}: Pertumbuhan penjualan tahunan.

- α_i : Firm Fixed Effects (Menangkap karakteristik unik perusahaan yang tak berubah waktu).
- δ_t : Year Fixed Effects (Menangkap guncangan makroekonomi yang berdampak sama pada semua perusahaan di tahun tertentu, misal: resesi 2020 atau inflasi 2022).
- $\varepsilon_{i,t}$: Error term (sisaan).

3.5.4 Ide Perbaikan Metodologis: Cluster-Robust Standard Errors

Salah satu kelemahan kritis dalam banyak penelitian skripsi yang menggunakan data panel keuangan adalah pengabaian terhadap struktur korelasi pada error term. Asumsi standar OLS adalah error bersifat independent and identically distributed (i.i.d). Namun, Petersen (2009) dalam artikel seminalnya “Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets” membuktikan bahwa data keuangan hampir selalu memiliki dua masalah utama:

1. Time-Series Dependence (Serial Correlation): Residual perusahaan yang sama cenderung berkorelasi dari tahun ke tahun. Jika profitabilitas perusahaan tinggi secara tak terduga tahun ini, kemungkinan besar akan tinggi juga tahun depan karena faktor persisten.
2. Cross-Sectional Dependence: Residual antar perusahaan dalam industri yang sama atau pasar yang sama pada tahun tertentu cenderung berkorelasi karena guncangan umum (common shocks).

Jika menggunakan Standard Errors biasa (OLS) atau bahkan White Heteroskedasticity-Robust SE dalam kondisi ini, estimasi standard error akan bias ke bawah (terlalu kecil). Hal ini menyebabkan nilai statistik-t (t-statistics) menjadi terlalu besar secara artifisial, yang berujung pada penolakan hipotesis nol yang salah (over-rejection atau Type I Error yang tinggi). Peneliti mungkin menyimpulkan suatu variabel signifikan padahal sebenarnya tidak.

Rekomendasi Implementasi:

Untuk meningkatkan kualitas metodologis dan validitas inferensi statistik, penelitian ini wajib menggunakan estimasi Cluster-Robust Standard Errors pada tingkat perusahaan (clustered at firm level). Teknik ini menyesuaikan matriks varians-kovarians untuk memperhitungkan korelasi residual dalam satu klaster (perusahaan) sepanjang waktu, namun tetap mengasumsikan independensi antar klaster.

Dalam perangkat lunak Stata, perintah yang digunakan adalah:

```
xtreg SROA BQS HHI SIZE GROWTH i.year, fe vce(cluster firm_id)
```

Ini adalah standar emas dalam penelitian keuangan empiris modern. Jika memungkinkan, double-clustering (pada level perusahaan dan tahun) dapat dipertimbangkan, namun firm-clustering dengan penambahan year dummies (δ_t) umumnya sudah cukup memadai untuk menangani kedua jenis dependensi tersebut.

3.5.5 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan berdasarkan hasil estimasi model regresi dengan cluster-robust standard errors:

1. Uji Parsial (Uji t): Melihat signifikansi koefisien regresi individu (β). Jika p-value < 0.05 (pada tingkat kepercayaan 95%) dan arah koefisien sesuai hipotesis, maka hipotesis diterima.
 - Fokus utama: Apakah β_1 (BQS) positif signifikan? (Validasi peran faktor internal/RBV).
 - Fokus utama: Apakah β_2 (HHI) positif signifikan? (Validasi peran faktor eksternal/SCP).
2. Uji Simultan (Uji F): Menguji apakah seluruh variabel independen secara bersama-sama mampu menjelaskan variasi variabel dependen.
3. Koefisien Determinasi (R^2): Dalam konteks Fixed Effects, fokus analisis adalah pada Within- R^2 , yang menunjukkan proporsi variasi profitabilitas within-firm (perubahan dari waktu ke waktu dalam satu perusahaan) yang dapat dijelaskan oleh perubahan variabel independen.
4. Analisis Dominansi: Untuk menjawab rumusan masalah mengenai faktor mana yang lebih dominan, penelitian ini akan membandingkan Standardized Beta Coefficients dari BQS dan HHI. Variabel dengan nilai mutlak koefisien terstandarisasi yang lebih besar dianggap memiliki dampak ekonomi yang lebih kuat terhadap profitabilitas berkelanjutan.

Dengan menerapkan metodologi yang ketat ini mulai dari konstruksi variabel komposit BQS yang canggih, pembersihan data dengan winsorization, hingga penggunaan Fixed Effects dengan Cluster-Robust Standard Errors, penelitian ini diharapkan mampu menghasilkan temuan empiris yang valid, reliabel, dan berkontribusi signifikan pada literatur manajemen keuangan.

BAB IV

HASIL DAN ANALISIS

BAB IV memuat rangkaian hasil empiris penelitian dan disusun menjadi tiga bagian: (1) deskripsi objek penelitian, (2) analisis data (statistik, visualisasi, dan uji ekonometrika), serta (3) interpretasi hasil (pembahasan dampak masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen).

Catatan penting (fase latihan/practice): BAB IV pada versi ini menggunakan data **placeholder/practice** untuk memastikan *pipeline* analisis berjalan end-to-end. Karena itu, angka-angka yang ditampilkan **belum ditafsirkan sebagai temuan final**. Pada tahap final (data Bloomberg), seluruh tabel, grafik, dan narasi empiris akan diperbarui dengan menjalankan ulang rangkaian skrip pengolahan data.

4.1 Deskripsi Objek Penelitian

Objek penelitian adalah perusahaan konstituen S&P 500 periode 2015–2024, dengan kriteria sampel sesuai BAB III (eksklusi sektor Financials dan Utilities, mata uang USD, serta ketersediaan data untuk membentuk variabel *rolling*). Pada subbab ini, penulis menjelaskan definisi operasional variabel serta karakteristik sampel agar pembaca memahami “apa yang diukur” sebelum melihat “apa hasilnya”.

4.1.1 Variabel Dependen: Sustained ROA (SROA)

Variabel dependen penelitian adalah **profitabilitas berkelanjutan** (sustained profitability) yang diproksikan menggunakan **Sustained Return on Assets (SROA)**. Secara konsep, SROA menangkap *profit persistence* dan mengurangi dominasi fluktuasi jangka pendek akibat *transitory shocks*. Secara operasional, penelitian ini membentuk ROA tahunan dan kemudian mengambil **rata-rata bergerak 3 tahun**:

$$ROA_{i,t} = \frac{\text{NetIncome}_{i,t}}{\text{TotalAssets}_{i,t}}, \quad \text{SROA}_{i,t} = \frac{ROA_{i,t} + ROA_{i,t-1} + ROA_{i,t-2}}{3}.$$

Dengan demikian, SROA yang lebih tinggi mengindikasikan perusahaan lebih mampu mempertahankan profitabilitas lintas waktu, bukan sekadar “untung besar sesaat”. Pada tahap pengolahan data, variabel rasio dikenakan winsorization (1% dan 99%) untuk mengurangi pengaruh pencilan ekstrem.

4.1.2 Variabel Independen Utama: Business Quality Score (BQS)

Variabel independen utama yang merepresentasikan perspektif Resource-Based View (RBV) adalah **Business Quality Score (BQS)**. BQS merupakan indeks komposit yang dibangun dari empat dimensi kualitas bisnis: (i) **margin** (profitability), (ii) **kemampuan menghasilkan kas** (operating efficiency/cash generation), (iii) **disiplin leverage**, dan (iv) **konsistensi kinerja**. Secara teknis, setiap komponen distandarisasi **secara cross-sectional per tahun** (Z-score) agar perbandingan antar perusahaan pada tahun yang sama menjadi sebanding, lalu dirata-ratakan menjadi satu skor BQS.

Interpretasinya: semakin tinggi BQS, semakin kuat kualitas fundamental internal perusahaan yang (secara teori) sulit ditiru, sehingga diharapkan menopang profitabilitas berkelanjutan.

4.1.3 Variabel Independen Utama: Struktur Industri (HHI)

Perspektif Structure–Conduct–Performance (SCP) direpresentasikan oleh **Herfindahl–Hirschman Index (HHI)** sebagai ukuran konsentrasi industri. HHI dibentuk dari pangsa penjualan perusahaan dalam industri pada tahun tertentu:

$$\text{HHI}_{j,t} = \sum_i \text{share}_{i,j,t}^2, \quad \text{share}_{i,j,t} = \frac{\text{Sales}_{i,j,t}}{\sum_k \text{Sales}_{k,j,t}}.$$

HHI yang lebih tinggi berarti struktur industri semakin terkonsentrasi. Secara teori, konsentrasi dapat berkaitan dengan *market power* dan hambatan masuk yang berpotensi meningkatkan kemampuan mempertahankan profitabilitas.

4.1.4 Variabel Kontrol: Ukuran Perusahaan (SIZE)

Ukuran perusahaan diukur dengan **logaritma natural total aset**. SIZE digunakan untuk mengendalikan perbedaan skala operasi, akses pendanaan, dan sumber daya. Tanda pengaruh SIZE terhadap profitabilitas berkelanjutan bersifat ambigu: skala dapat meningkatkan efisiensi, namun juga dapat membawa *bureaucratic costs* dan *agency problems*.

4.1.5 Variabel Kontrol: Pertumbuhan Penjualan (GROWTH)

Pertumbuhan penjualan mengukur dinamika ekspansi perusahaan dan diproksikan sebagai:

$$\text{GROWTH}_{i,t} = \frac{\text{Sales}_{i,t} - \text{Sales}_{i,t-1}}{\text{Sales}_{i,t-1}}.$$

Dalam konteks profitabilitas, pertumbuhan dapat berkaitan dengan peningkatan utilisasi dan skala pendapatan, namun efek akhirnya bergantung pada kualitas pertumbuhan tersebut.

4.1.6 Periode, Unit Analisis, dan Sampel

Unit analisis adalah perusahaan (i) dan tahun (t) yang membentuk data panel. Ringkasan sampel pada tahap placeholder/practice ditampilkan sebagai berikut.

- Jumlah observasi (N): **5000**
- Jumlah perusahaan: **500**
- Rentang tahun: **2015–2024** (placeholder/practice)

Catatan keterbatasan (fase placeholder): sumber data latihan umumnya tidak menyediakan cakupan historis dan item fundamental selengkap Bloomberg, sehingga kualitas inferensi statistik pada tahap ini dibaca sebagai latihan *pipeline* (uji kelengkapan alur), bukan penetapan kesimpulan substantif.

4.1.7 Identitas Perusahaan (Badge/Ticker)

Untuk memudahkan pembaca melihat keragaman sampel, penelitian ini menampilkan **badge berbasis ticker** (bukan logo resmi perusahaan). Ini adalah kompromi yang aman dari sisi lisensi dan ukuran dokumen, sekaligus tetap membantu pembaca menangkap bahwa unit analisis memang mencakup ratusan perusahaan.

Gambar 4.1 Badge Perusahaan (Ticker Labels, Practice/Placeholder)

Firm Badges (Ticker Labels, Practice Panel)

A	AAPL	ABBV	ABNB	ABT	ACGL	ACN	ADBE	ADI	ADM	ADP	ADSK	AEE	AEP	AES	AFL	AIG	AIZ	AJG	AKAM
ALB	ALGN	ALL	ALLE	AMAT	AMCR	AMD	AME	AMGN	AMP	AMT	AMZN	ANET	AON	AOS	APA	APD	APH	APO	APP
APTV	ARE	ARES	ATO	AVB	AVGO	AVY	AWK	AXON	AXP	AZO	BA	BAC	BALL	BAX	BBY	BDX	BEN	BF-B	BG
BIIB	BK	BKNG	BKR	BLDR	BLK	BMY	BR	BRK-B	BRO	BSX	BX	BXP	C	CAG	CAH	CARR	CASY	CAT	CB
CBOE	CBRE	CCI	CCL	CDNS	CDW	CEG	CF	CFG	CHD	CHRW	CHTR	CI	CIEN	CINF	CL	CLX	CMCSA	CME	CMG
CMI	CMS	CNC	CNP	COF	COHR	COIN	COO	COP	COR	COST	CPAY	CPB	CPRT	CPT	CRH	CRL	CRM	CRWD	CSCO
CSGP	CSX	CTAS	CTRA	CTSH	CTVA	CVNA	CVS	CVX	D	DAL	DASH	DD	DDOG	DE	DECK	DELL	DG	DGX	DHI
DHR	DIS	DLR	DLTR	DOC	DOV	DOW	DPZ	DRI	DTE	DUK	DVA	DVN	DXCM	EA	EBAY	ECL	ED	EFX	EG
EIX	EL	ELV	EME	EMR	EOG	EPAM	EQIX	EQR	EQT	ERIE	ES	ESS	ETN	ETR	EVRG	EW	EXC	EXE	EXPD
EXPE	EXR	F	FANG	FAST	FCX	FDS	FDX	FE	FFIV	FICO	FIS	FISV	FITB	FIX	FOX	FOXA	FRT	FSLR	FTNT
FTV	GD	GDDY	GE	GEHC	GEN	GEV	GILD	GIS	GL	GLW	GM	GNRC	GOOG	GOOGL	GPC	GPN	GRMN	GS	GWV
HAL	HAS	HBAN	HCA	HD	HIG	HII	HLT	HON	HOOD	HPE	HPQ	HRL	HSIC	HST	HSY	HUBB	HUM	HWM	IBKR
IBM	ICE	IDXX	IEX	IFF	INCY	INTC	INTU	INVH	IP	IQV	IR	IRM	ISRG	IT	ITW	IVZ	J	JBHT	JBL
JCI	JKHY	JNJ	JPM	KDP	KEY	KEYS	KHC	KIM	KKR	KLAC	KMB	KMI	KO	KR	KVUE	L	LDOS	LEN	LH
LHX	LII	LIN	LITE	LLY	LMT	LNT	LOW	LRCX	LULU	LUV	LVS	LYB	LYV	MA	MAA	MAR	MAS	MCD	MCHP
MCK	MCO	MDLZ	MDT	MET	META	MGM	MKC	MLM	MMM	MNST	MO	MOS	MPC	MPWR	MRK	MRNA	MRSN	MS	MSCI
MSFT	MSI	MTB	MTD	MU	NCLH	NDAQ	NDSN	NEE	NEM	NFLX	NI	NKE	NOC	NOW	NRG	NSC	NTAP	NTRS	NUE
NVDA	NVR	NWS	NWSA	NXPI	O	ODFL	OKE	OMC	ON	ORCL	ORLY	OTIS	OXY	PANW	PAYX	PCAR	PCG	PEG	PEP
PFE	PFG	PG	PGR	PH	PHM	PKG	PLD	PLTR	PM	PNC	PNR	PNW	PODD	POOL	PPG	PPL	PRU	PSA	PSKY
PSX	PTC	PWR	PYPL	Q	QCOM	RCL	REG	REGN	RF	RJF	RL	RMD	ROK	ROL	ROP	ROST	RSR	RTX	RVTY
SATS	SBAC	SBUX	SCHW	SHW	SJM	SLB	SMCI	SNA	SNDK	SNPS	SO	SOLV	SPG	SPGI	SRE	STE	STLD	STT	STX
STZ	SW	SWK	SWKS	SYF	SYK	SYU	T	TAP	TDG	TDY	TECH	TEL	TER	TFC	TGT	TJX	TKO	TMO	TMUS
TPL	TPR	TRGP	TRMB	TROW	TRV	TSCO	TSLA	TSN	TT	TTD	TTWO	TXN	TXT	TYL	UAL	UBER	UDR	UHS	ULTA
UNH	UNP	UPS	URI	USB	V	VICI	VLO	VLTO	VMC	VRSK	VRSN	VRT	VRTX	VST	VTR	VTRS	VZ	WAB	WAT
WBD	WDAY	WDC	WEC	WELL	WFC	WM	WMB	WMT	WRB	WSM	WST	WTW	WY	WYNN	XEL	XOM	XYL	XYZ	YUM

Sumber: Output visualisasi penulis (practice/placeholder).

4.2 Analisis Data

Subbab ini memaparkan hasil olahan data sesuai teknik analisis pada BAB III, mulai dari ringkasan pola (visual), statistik deskriptif dan korelasi, uji diagnostik ekonometrika, hingga hasil estimasi regresi sebagai keluaran statistik. Seluruh uji dan output numerik ditempatkan pada Subbab 4.2 agar Subbab 4.3 dapat fokus pada interpretasi “variabel independen \rightarrow SROA” secara lebih tajam.

4.2.1 Rancangan Estimasi dan Alur Analisis

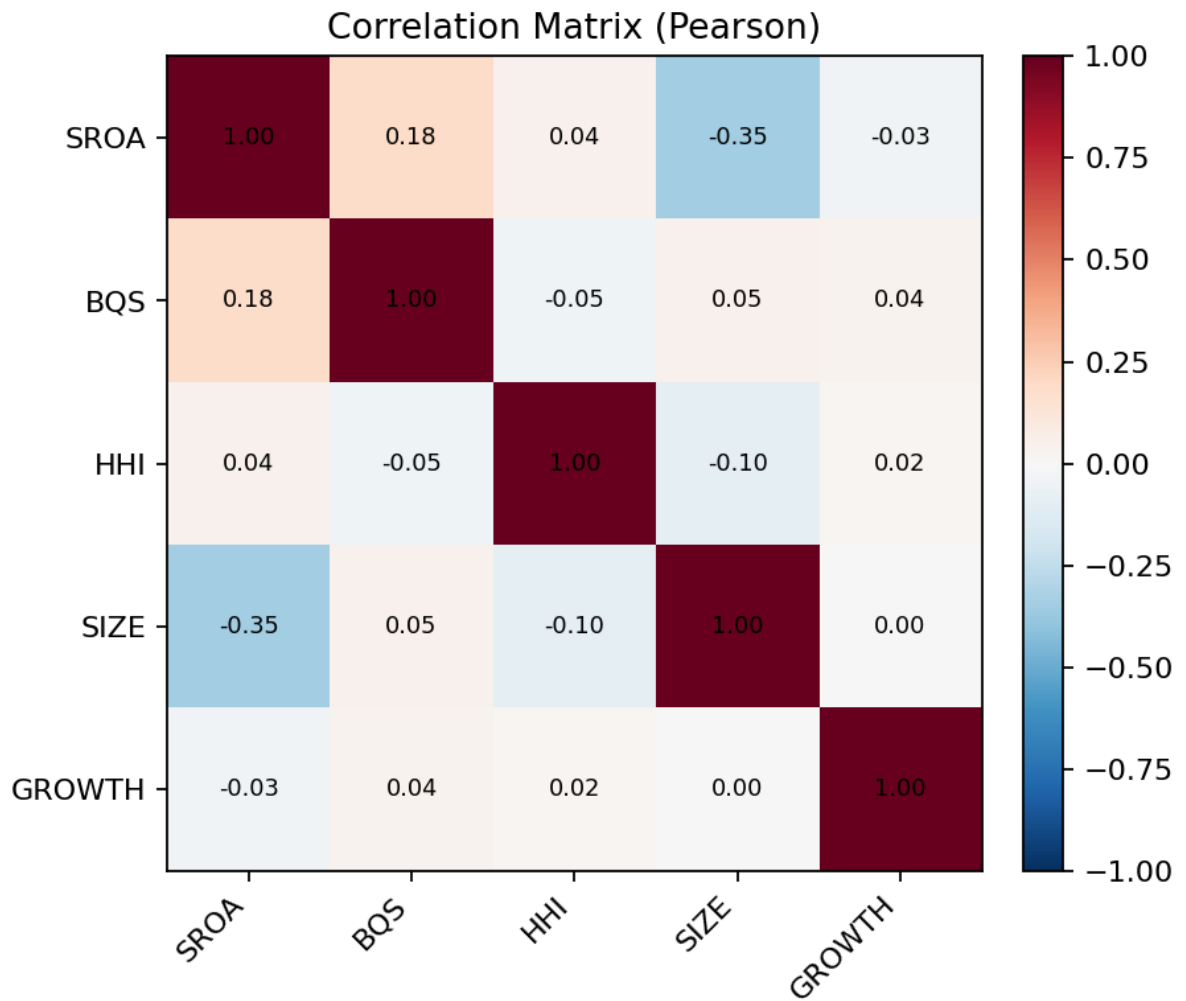
Model utama penelitian ini adalah regresi panel **two-way fixed effects** (firm dan year) untuk mengendalikan heterogenitas tidak teramati yang konstan pada level perusahaan (α_i) serta guncangan makro yang umum pada tahun tertentu (δ_t). Inferensi statistik menggunakan **standard errors yang di-cluster pada level perusahaan** sebagai standar karena data panel keuangan lazim menghadapi heteroskedastisitas, autokorelasi intra-perusahaan, dan dependensi lintas unit.

Alur analisis pada Subbab 4.2 dibuat bertahap: (i) *sanity check* visual, (ii) ringkasan statistik dan korelasi, (iii) pemeriksaan multikolinearitas (VIF), (iv) uji diagnostik (normalitas residual, heteroskedastisitas, cross-sectional dependence, dan serial correlation), dan (v) penyajian hasil estimasi regresi (Tabel 4.7–4.8) sebagai keluaran statistik untuk diinterpretasikan pada Subbab 4.3.

4.2.2 Visualisasi Ringkas Pola Data

Visualisasi berikut berfungsi sebagai “peta cepat” pembacaan data: membantu melihat pola umum, mengidentifikasi sebaran variabel, dan memeriksa apakah konstruk variabel (SROA/BQS/HHI) sudah masuk akal. Pada fase placeholder/practice, visualisasi juga berperan sebagai *template* yang akan otomatis terbaru saat data final digunakan.

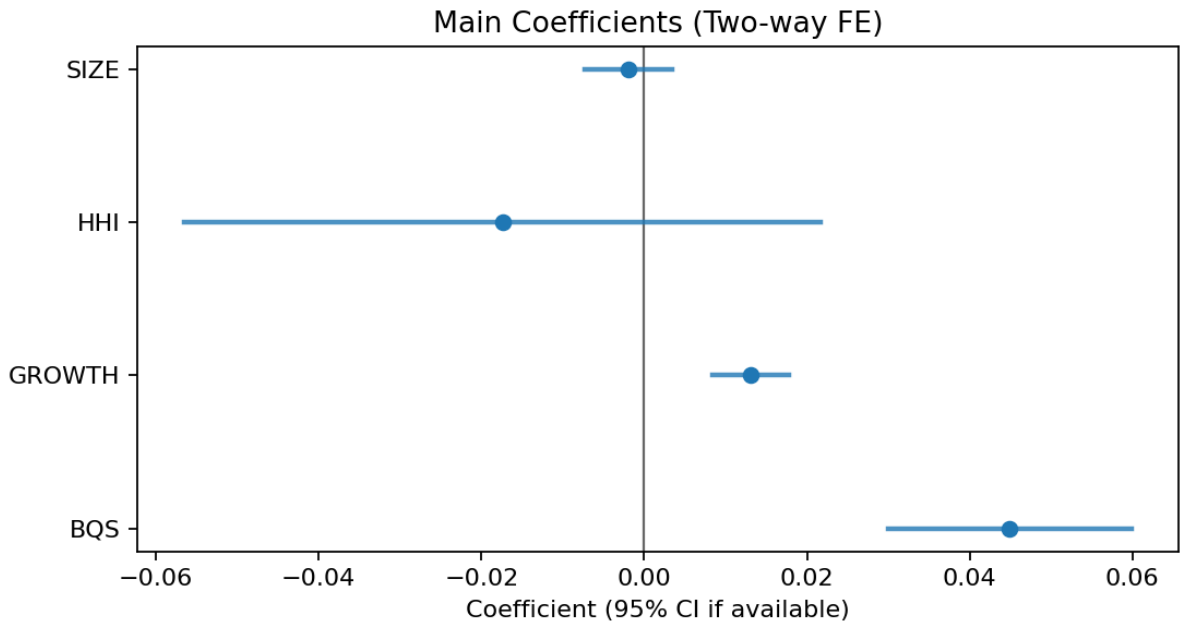
Gambar 4.2 Heatmap Korelasi (Placeholder/Practice)



Sumber: Output pengolahan data penulis (placeholder/practice).

Heatmap korelasi pada Gambar 4.2 membantu pembaca menilai keterkaitan antarvariabel secara ringkas. Secara khusus, gambar ini berguna untuk mengantisipasi multikolinieritas: jika antarvariabel independen berkorelasi tinggi, maka ketidakpastian koefisien regresi dapat meningkat dan interpretasi menjadi kurang stabil.

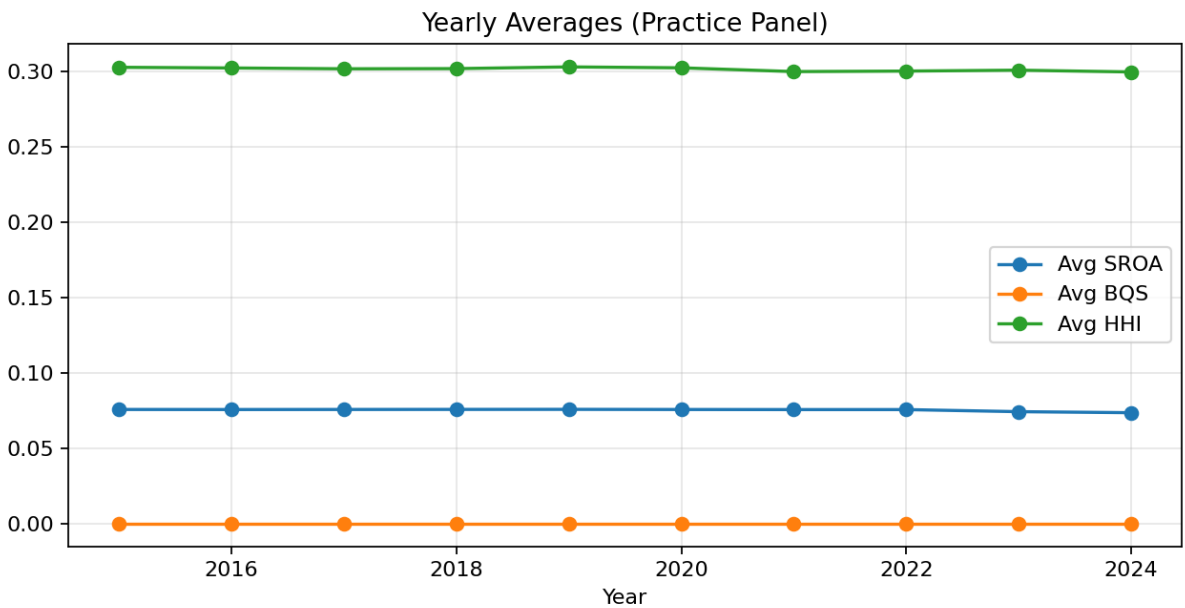
Gambar 4.3 Plot Koefisien Regresi (Placeholder/Practice)



Sumber: Output estimasi penulis (placeholder/practice).

Gambar 4.3 menampilkan arah dan besaran koefisien regresi beserta interval ketidakpastian. Plot koefisien dipakai sebagai ringkasan visual hasil estimasi; namun validitas inferensi tetap mengacu pada tabel koefisien dan standard errors (lihat Tabel 4.7).

Gambar 4.4 Tren Rata-rata Tahunan (Placeholder/Practice)

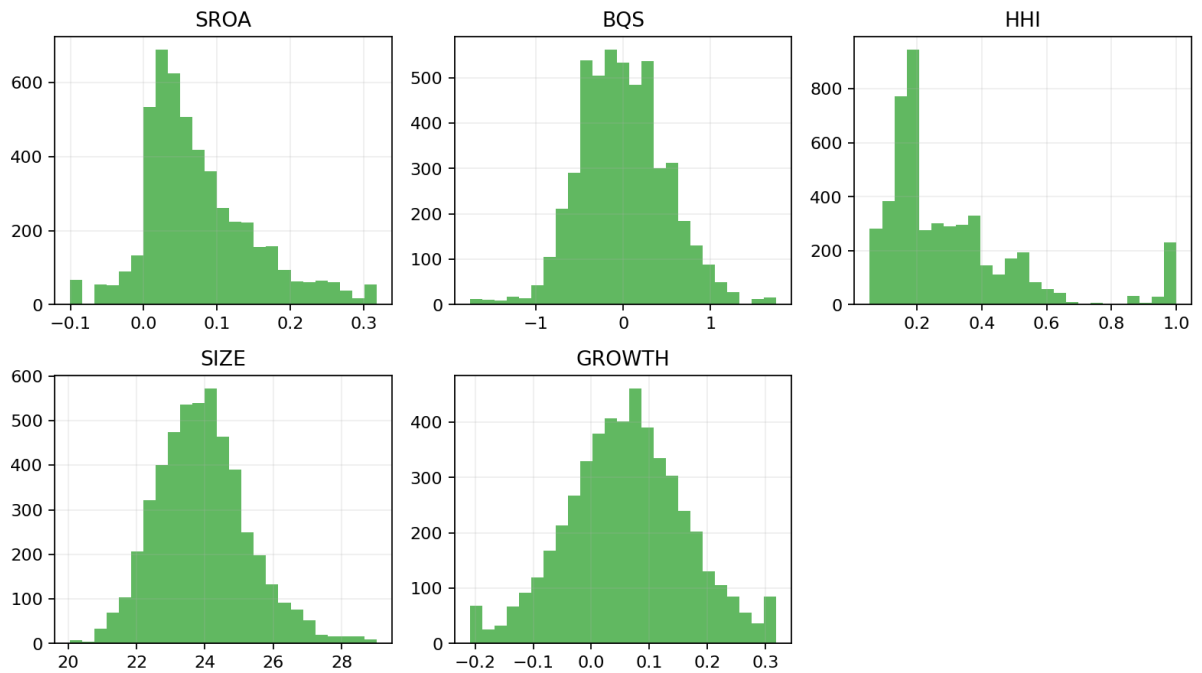


Sumber: Output pengolahan data penulis (placeholder/practice).

Gambar 4.4 membantu melihat dinamika agregat dari waktu ke waktu. Jika terdapat pergeseran rata-rata yang jelas pada tahun tertentu, maka memasukkan *year fixed effects* menjadi krusial untuk menangkap guncangan makro yang memengaruhi seluruh perusahaan secara simultan.

Gambar 4.5 Distribusi Variabel (Placeholder/Practice)

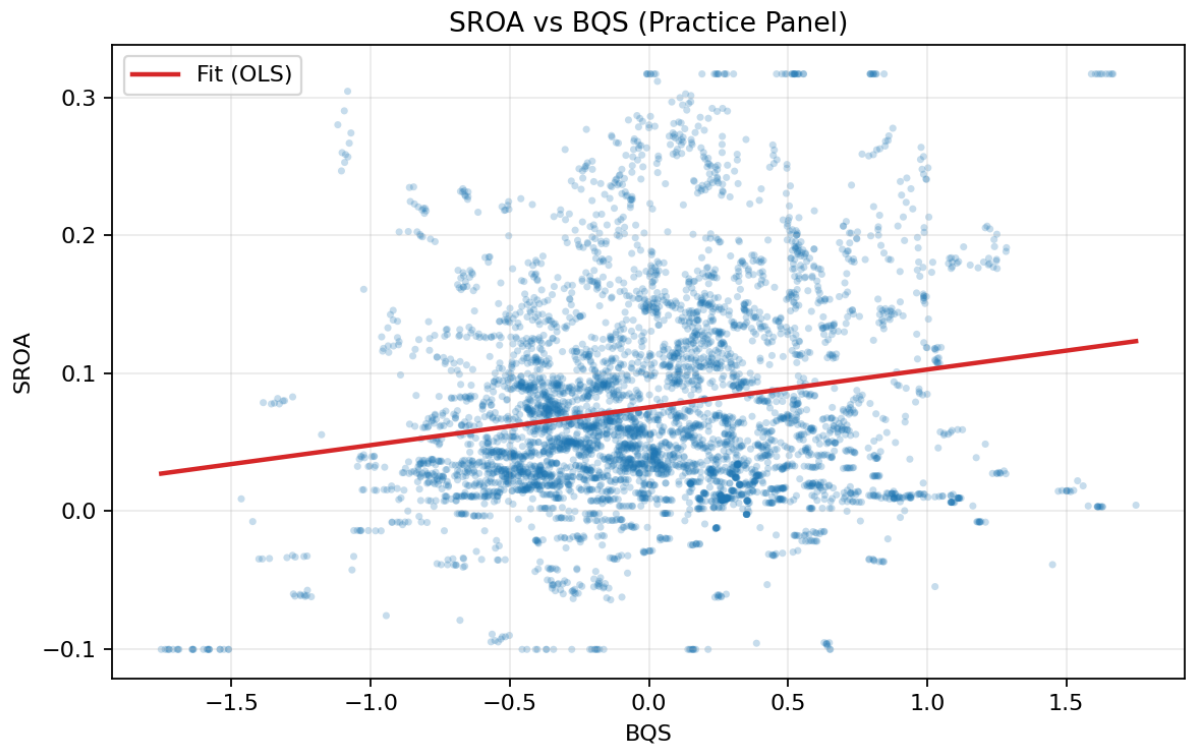
Distributions (Practice Panel)



Sumber: Output pengolahan data penulis (placeholder/practice).

Distribusi pada Gambar 4.5 memberi gambaran sebaran SROA (termasuk kemungkinan *skewness*), variasi BQS (terstandarisasi), serta variasi HHI dan variabel kontrol. Secara praktis, visualisasi ini membantu mengecek kewajaran nilai minimum/maksimum dan mendeteksi potensi pencilan (yang kemudian ditangani melalui winsorization pada tahap pengolahan data).

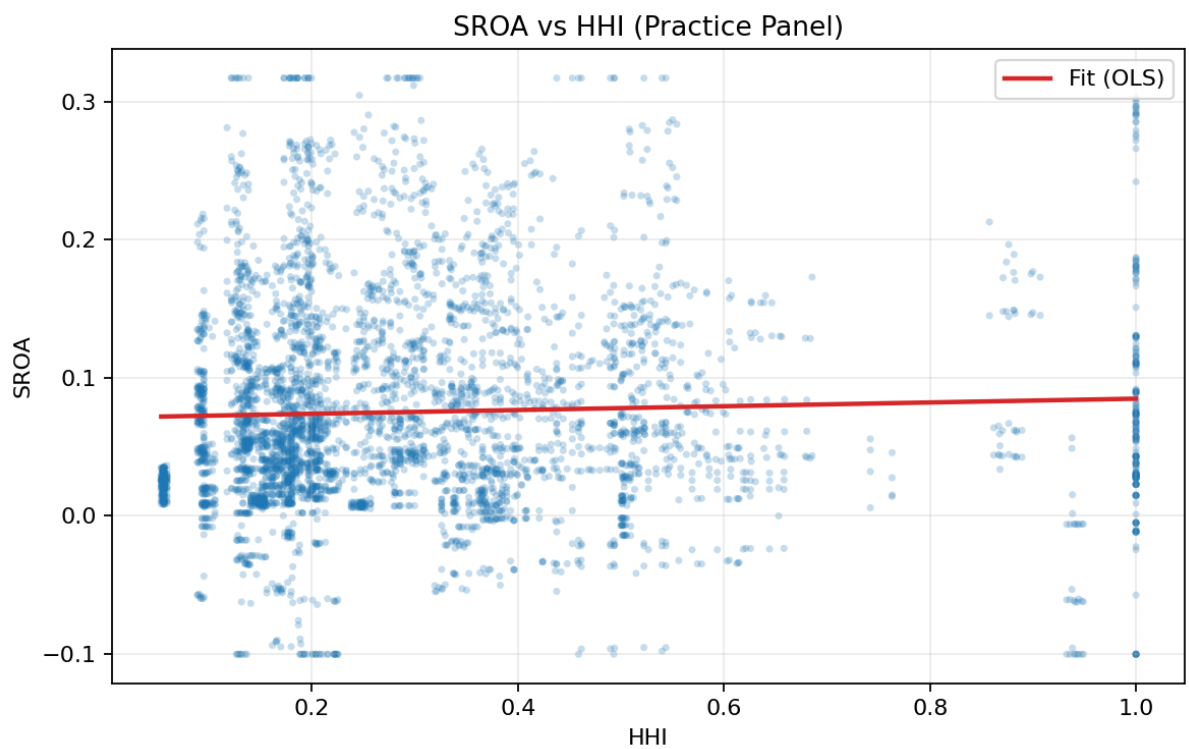
Gambar 4.6 Scatter SROA vs BQS (Placeholder/Practice)



Sumber: Output pengolahan data penulis (placeholder/practice).

Pada scatter plot, pola hubungan SROA–BQS cenderung membentuk kemiringan positif (meskipun tidak sempurna). Ini menjadi indikasi awal bahwa perusahaan dengan kualitas bisnis lebih tinggi cenderung memiliki profitabilitas berkelanjutan yang lebih tinggi. Pola ini kemudian diuji secara formal pada hasil regresi.

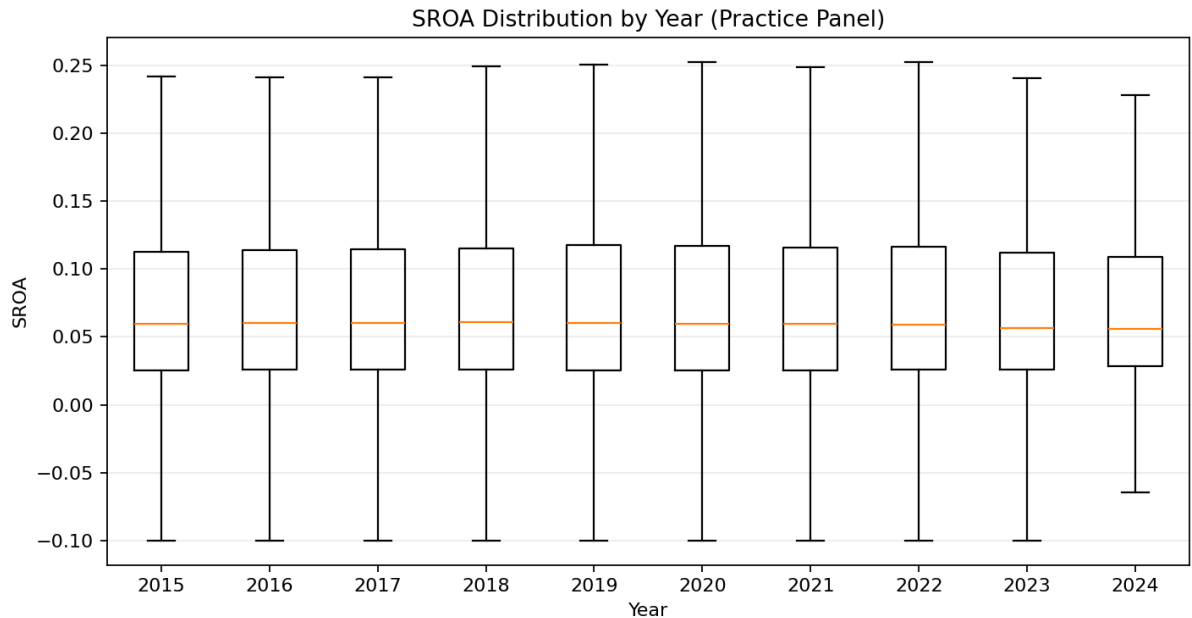
Gambar 4.7 Scatter SROA vs HHI (Placeholder/Practice)



Sumber: Output pengolahan data penulis (placeholder/practice).

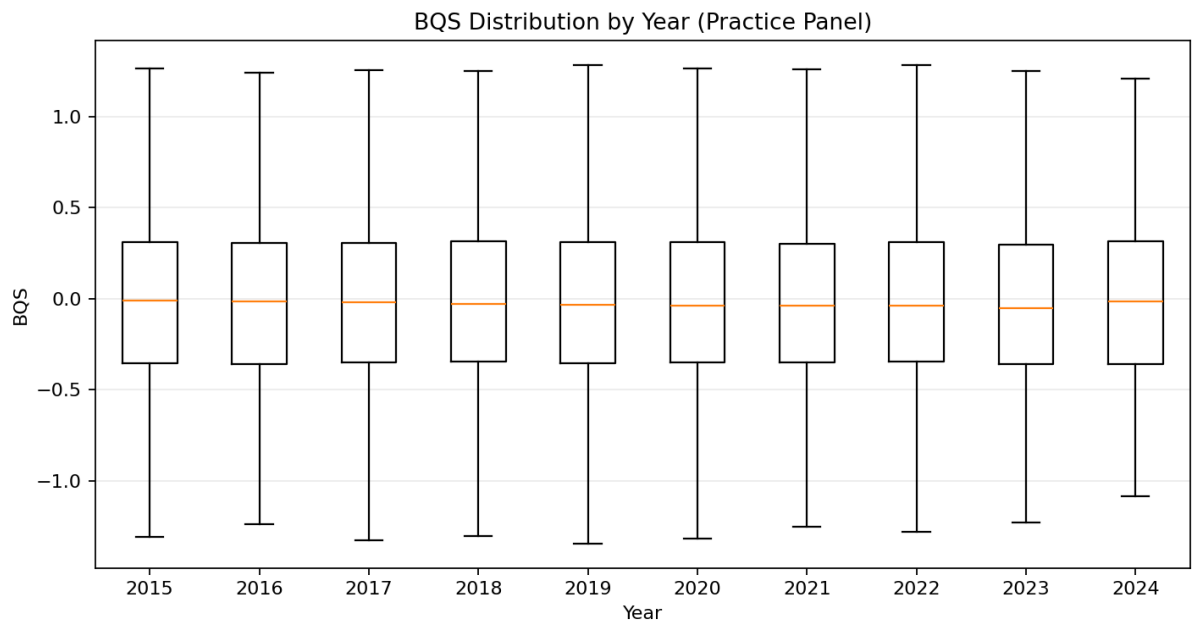
Sebaliknya, Gambar 4.7 menunjukkan hubungan SROA–HHI yang tidak “terbaca” sejelas BQS. Ini memberi sinyal awal bahwa kontribusi struktur industri (diukur HHI) mungkin tidak kuat pada dataset latihan setelah kontrol fixed effects diterapkan.

Gambar 4.8 Boxplot SROA per Tahun (Placeholder/Practice)



Sumber: Output pengolahan data penulis (placeholder/practice).

Gambar 4.9 Boxplot BQS per Tahun (Placeholder/Practice)

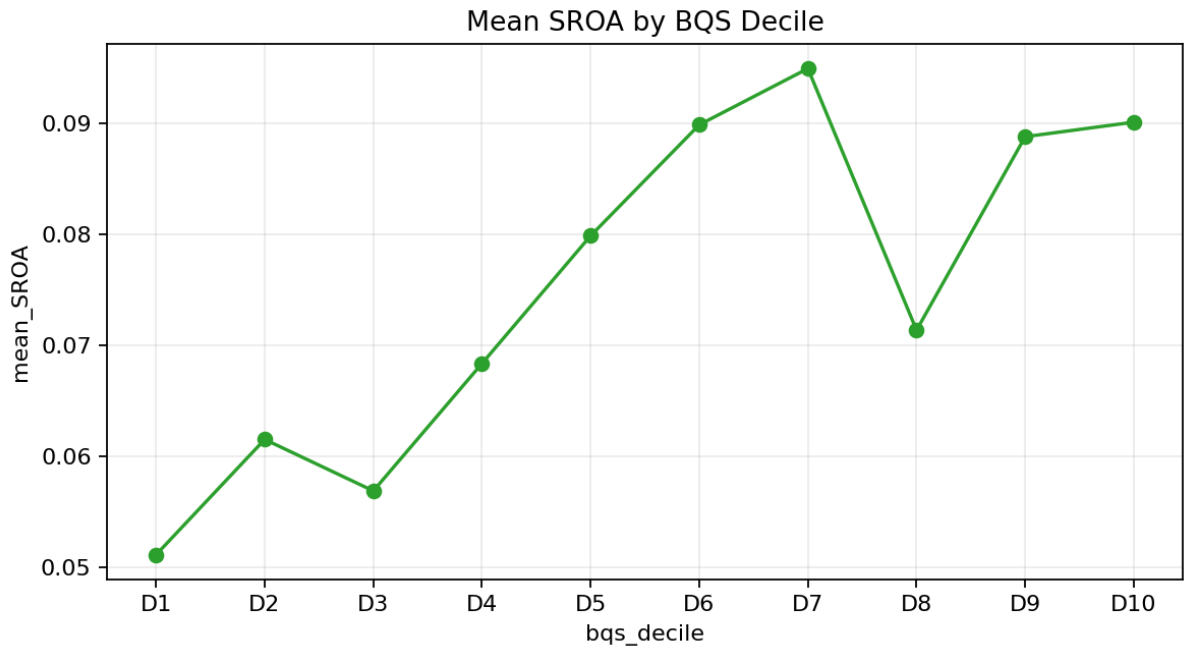


Sumber: Output pengolahan data penulis (placeholder/practice).

Kombinasi boxplot pada Gambar 4.8 dan Gambar 4.9 membantu membaca stabilitas sebaran variabel lintas tahun. Jika sebaran bergeser, interpretasi berbasis rata-rata sederhana berpotensi menyesatkan; karena itu, model memasukkan efek tahun dan inter-

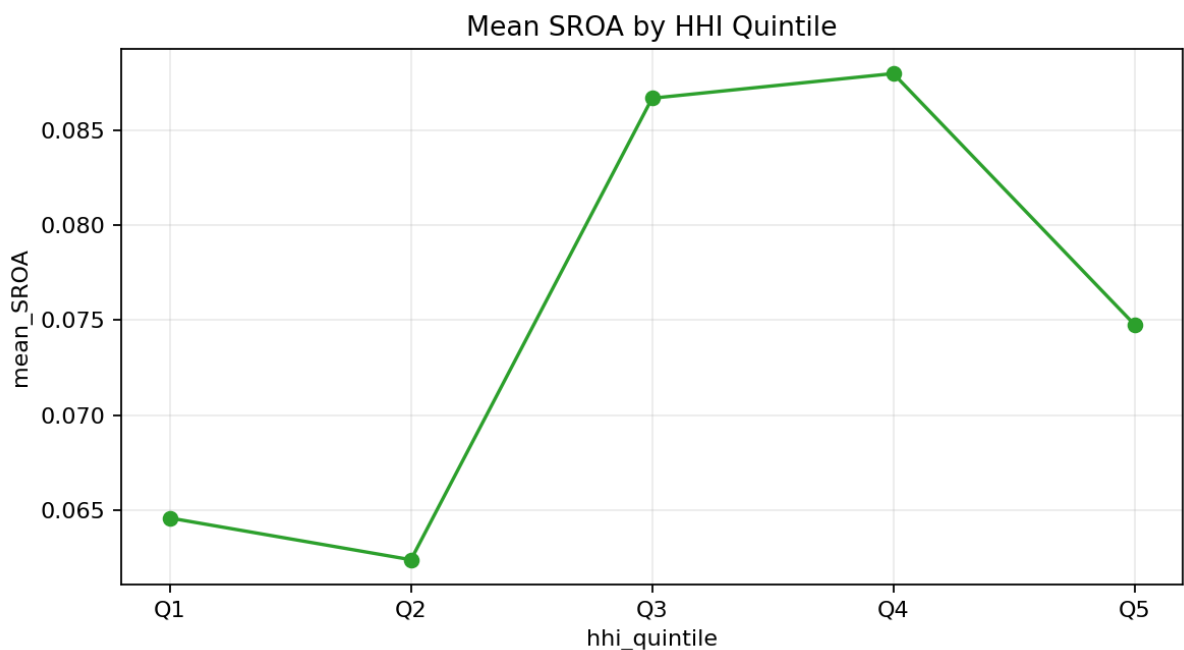
pretasi lebih bertumpu pada variasi within-firm.

Gambar 4.10 Rata-rata SROA per Decile BQS (Placeholder/Practice)



Sumber: Output pengolahan data penulis (placeholder/practice).

Gambar 4.11 Rata-rata SROA per Quintile HHI (Placeholder/Practice)



Sumber: Output pengolahan data penulis (placeholder/practice).

Gambar 4.10 dan Gambar 4.11 menyajikan ringkasan “kelompok” yang intuitif: bagaimana rata-rata SROA berubah pada kelompok kualitas bisnis (decile BQS) dan kelompok konsentrasi industri (quintile HHI). Analisis kelompok ini tidak menggantikan regresi, tetapi menjadi bukti pendukung yang membantu pembaca mengaitkan hasil formal dengan pola data.

4.2.3 Statistik Deskriptif, Korelasi, dan Uji Diagnostik (Output Tabel)

Bagian ini menyajikan keluaran tabel yang menjadi dasar pembacaan data dan “cek kesehatan” model sebelum pembahasan koefisien regresi. Fokusnya adalah memastikan data tidak menunjukkan masalah yang membuat interpretasi koefisien menjadi tidak reliabel, serta memberikan konteks besaran dan variasi variabel penelitian.

Tabel 4.1 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian (Practice/Placeholder, N=5000)

Variabel	Mean	Std. Dev	Min	P25	Median	P75	Max
SROA	0,075	0,075	-0,100	0,026	0,059	0,114	0,317
BQS	-0,000	0,495	-1,753	-0,352	-0,029	0,310	1,750
HHI	0,301	0,221	0,054	0,155	0,214	0,378	1,000
SIZE	23,934	1,343	20,057	23,008	23,869	24,737	29,018
GROWTH	0,061	0,103	-0,209	-0,006	0,062	0,128	0,319

Tabel 4.2 Matriks Korelasi Pearson (Practice/Placeholder, N=5000)

	SROA	BQS	HHI	SIZE	GROWTH
SROA	1,000	0,181	0,040	-0,350	-0,034
BQS	0,181	1,000	-0,046	0,045	0,038
HHI	0,040	-0,046	1,000	-0,097	0,022
SIZE	-0,350	0,045	-0,097	1,000	0,004
GROWTH	-0,034	0,038	0,022	0,004	1,000

Tabel 4.3 Variance Inflation Factor (VIF) (Practice/Placeholder)

Variabel	VIF
HHI	1,012
SIZE	1,011
BQS	1,005
GROWTH	1,002

Tabel 4.4 Uji Diagnostik Ekonometrika (Practice/Placeholder)

Uji	Statistik	p-value	Catatan
Jarque-Bera (residual normality)	354681,844	<0,001	Residuals from within (two-way demeaned) regression
Breusch-Pagan (LM)	61,843	<0,001	Exog=within-demeaned regressors
Breusch-Pagan (F)	15,639	<0,001	Exog=within-demeaned regressors
Pesaran CD (cross-sectional dependence, approx.)	5,194	<0,001	Pairs=124750; Approx CD using pairwise corr; unbalanced-panel heuristic
Within-firm residual AR(1) corr (mean)	0,597	<0,001	Firms used=500; Approx test using mean Fisher z of within-firm AR(1) residual corr
Within-firm residual lag corr (pooled pairs)	0,530	<0,001	Pairs=4500; Pooled Fisher z approx using consecutive-year pairs

Tabel 4.5 Rata-rata SROA Menurut Decile BQS (Practice/Placeholder)

Decile BQS	N	Mean BQS	Mean SROA
D1	500	-0,821	0,051
D2	500	-0,485	0,061
D3	500	-0,351	0,057
D4	500	-0,216	0,068
D5	500	-0,090	0,080
D6	500	0,039	0,090
D7	500	0,185	0,095
D8	500	0,313	0,071
D9	500	0,517	0,089
D10	500	0,909	0,090

Tabel 4.6 Rata-rata SROA Menurut Quintile HHI (Practice/Placeholder)

Quintile HHI	N	Mean HHI	Mean SROA
Q1	1002	0,104	0,065
Q2	1004	0,168	0,062
Q3	996	0,226	0,087
Q4	998	0,349	0,088
Q5	1000	0,661	0,075

Untuk memastikan pembacaan yang runtut, tabel-tabel pada Subbab 4.2.3 dibahas kembali secara naratif. Tujuannya bukan mengulang angka, melainkan menegaskan makna statistik yang relevan bagi interpretasi koefisien regresi.

4.2.3.1 Pembahasan Tabel 4.1 (Statistik Deskriptif)

Tabel 4.1 menunjukkan rata-rata SROA pada sampel latihan sebesar **0,075** dengan median **0,059**, yang mengindikasikan distribusi SROA cenderung *right-skewed* (mean lebih tinggi dari median) dan terdapat perusahaan dengan profitabilitas berkelanjutan yang relatif tinggi. Rentang SROA dari sekitar **-0,100** hingga **0,317** menggambarkan heterogenitas yang besar antar perusahaan dan waktu, sehingga penggunaan fixed effects relevan untuk mengendalikan perbedaan permanen antar perusahaan.

BQS pada dataset ini memiliki mean mendekati **0** karena dibentuk dari Z-score per tahun, sedangkan standar deviasi sekitar **0,495** menandakan variasi kualitas bisnis antar perusahaan cukup lebar. HHI memiliki rata-rata **0,301** dengan maksimum **1,0**, yang menunjukkan adanya observasi industri yang sangat terkonsentrasi pada fase latihan. SIZE (ln aset) memiliki median **23,869** dan maksimum mendekati **29,018**, sehingga perbedaan skala antar perusahaan pada sampel sangat besar. GROWTH memiliki median **0,062** dengan variasi moderat dan mencakup nilai negatif (kontraksi penjualan) pada sebagian observasi.

4.2.3.2 Pembahasan Tabel 4.2 dan Gambar 4.2 (Korelasi)

Korelasi Pearson pada Tabel 4.2 memberi indikasi awal arah hubungan, tetapi **bukan** bukti kausal karena belum mengendalikan heterogenitas perusahaan maupun efek tahun. Pada fase latihan, korelasi SROA dengan BQS positif (**0,181**), selaras dengan hipotesis RBV. Korelasi SROA dengan HHI relatif kecil (**0,040**), sehingga pada hubungan bivariate sederhana, struktur industri belum tampak kuat.

Korelasi SROA dengan SIZE bersifat negatif (**-0,350**), yang bisa mencerminkan perbedaan karakter industri atau “maturity” perusahaan besar; namun pada model fixed effects yang diuji adalah variasi within-firm dari waktu ke waktu, sehingga korelasi seder-

hana ini tidak dapat langsung dipakai untuk menarik kesimpulan. Heatmap pada Gambar 4.2 membantu menunjukkan bahwa korelasi antarregressor relatif rendah, yang mengurangi kekhawatiran multikolinearitas berat.

4.2.3.3 Pembahasan Tabel 4.3 (VIF)

Nilai VIF pada Tabel 4.3 seluruhnya sekitar **1,00–1,01**, yang berarti multikolinearitas antar regressor pada sampel latihan **sangat rendah**. Dengan demikian, ketidakpastian koefisien pada fase placeholder/practice lebih mungkin berasal dari karakter data dan spesifikasi fixed effects, bukan dari korelasi tinggi antar variabel penjelas.

4.2.3.4 Pembahasan Tabel 4.4 (Uji Diagnostik Ekonometrika)

Tabel 4.4 memperlihatkan indikasi pelanggaran asumsi klasik yang umum pada data panel keuangan: residual tidak normal (Jarque–Bera), heteroskedastisitas (Breusch–Pagan), *cross-sectional dependence* (Pesaran CD), serta autokorelasi intra-perusahaan (korelasi residual dengan lag). Pada konteks ini, uji diagnostik diperlakukan sebagai “alarm” yang menguatkan kebutuhan estimator varians yang robust, bukan sebagai alasan untuk membatalkan model.

Karena itu, penelitian ini menekankan penggunaan standard errors yang di-*cluster* pada level perusahaan sebagaimana dijelaskan pada BAB III. Pendekatan ini membantu menjaga validitas uji t meskipun terdapat heteroskedastisitas dan autokorelasi intra-perusahaan.

4.2.3.5 Pembahasan Tabel 4.5–4.6 (Analisis Kelompok)

Analisis kelompok dimaksudkan sebagai “jembatan” antara visual dan regresi. Pada Tabel 4.5, SROA rata-rata cenderung lebih tinggi pada kelompok BQS yang lebih tinggi: misalnya, SROA rata-rata pada decile terendah (D1) sekitar **0,051**, sementara pada decile tertinggi (D10) sekitar **0,090**. Meskipun tidak meningkat secara sempurna pada setiap decile (contoh D8 lebih rendah), pola umumnya konsisten dengan intuisi bahwa kualitas bisnis berkaitan dengan profitabilitas berkelanjutan.

Sebaliknya, Tabel 4.6 menunjukkan pola rata-rata SROA antar quintile HHI yang tidak monotonik (Q3–Q4 relatif lebih tinggi, tetapi Q5 turun kembali). Pola ini memberi indikasi awal bahwa hubungan HHI–SROA pada dataset latihan tidak stabil dan perlu verifikasi formal melalui regresi.

4.2.4 Hasil Estimasi Regresi Panel (Two-Way Fixed Effects)

Bagian ini menyajikan keluaran estimasi regresi panel sebagai hasil statistik utama penelitian. Interpretasi ekonomis dan jawaban hipotesis akan difokuskan pada Subbab 4.3,

terutama untuk menguraikan pengaruh masing-masing variabel independen terhadap SROA secara terpisah.

Tabel 4.7 Hasil Regresi Two-Way Fixed Effects (Practice/Placeholder, N=5000)

Variabel	Koefisien	Std. Error (Cluster Firm)	t/z	p-value
BQS	0,045	0,008	5,898	<0,001
HHI	-0,017	0,020	-0,871	0,384
SIZE	-0,002	0,003	-0,714	0,475
GROWTH	0,013	0,002	5,457	<0,001

Tabel 4.8 Koefisien Terstandarisasi (Standardized Beta) (Practice/Placeholder)

Tabel ini digunakan untuk analisis dominansi (H3) dengan membandingkan besaran dampak ekonomi relatif antar variabel (dalam satuan standar deviasi).

Variabel	Standardized Beta
BQS	0,297
HHI	-0,051
SIZE	-0,035
GROWTH	0,018

Secara ringkas pada fase placeholder/practice, koefisien BQS dan GROWTH terestimasi positif signifikan, sementara HHI dan SIZE tidak signifikan. Plot koefisien pada Gambar 4.3 menyajikan ringkasan visual yang konsisten dengan tabel koefisien di atas.

4.3 Interpretasi Hasil

Subbab ini berfokus pada interpretasi hubungan **masing-masing variabel independen terhadap SROA**, dengan merujuk pada hasil estimasi regresi (Tabel 4.7), koefisien terstandarisasi (Tabel 4.8), serta bukti pendukung deskriptif/visual (Subbab 4.2). Agar alurnya konsisten dengan pedoman penulisan BAB IV, seluruh hasil uji statistik ditempatkan pada Subbab 4.2, sedangkan Subbab 4.3 difokuskan pada pembahasan mekanisme dan implikasi ekonominya.

Karena tahap ini masih placeholder/practice, pembahasan berikut diperlakukan sebagai latihan penulisan BAB IV yang akan diperdalam setelah data final tersedia (khususnya untuk memastikan kualitas pengukuran HHI dan kelengkapan item pembentuk BQS sesuai standar data Bloomberg).

4.3.1 Pengaruh Kualitas Bisnis (BQS) terhadap SROA

Hasil estimasi pada Tabel 4.7 menunjukkan koefisien BQS positif dan signifikan secara statistik. Secara ekonomi, temuan ini konsisten dengan logika RBV: perusahaan yang memiliki kombinasi **margin yang lebih baik, kemampuan menghasilkan kas yang lebih kuat, disiplin leverage yang lebih tinggi, dan konsistensi kinerja** cenderung lebih mampu mempertahankan profitabilitas lintas waktu.

Penting untuk menekankan bahwa BQS adalah indeks komposit. Artinya, perubahan BQS tidak ditafsirkan sebagai perubahan satu rasio tunggal, melainkan perubahan pada “paket” kualitas fundamental. Dari sisi mekanisme, BQS yang tinggi dapat mencerminkan: (i) *pricing power* yang lebih kuat (margin), (ii) efisiensi operasi dan kemampuan mengonversi penjualan menjadi kas (OE), (iii) ketahanan neraca terhadap guncangan (leverage discipline), serta (iv) kemampuan menjaga stabilitas kinerja (consistency). Kombinasi ini secara teoritis mendukung *profit persistence*—tepat sasaran untuk variabel dependen SROA yang dibangun sebagai rata-rata bergerak.

Konsistensi bukti BQS juga tampak pada ringkasan kelompok. Pada Tabel 4.5, kelompok BQS terendah (D1) memiliki SROA rata-rata sekitar **0,051**, sedangkan kelompok tertinggi (D10) sekitar **0,090**. Meskipun tidak selalu monoton di setiap decile (contoh D8 lebih rendah), pola besarnya tetap menunjukkan bahwa kualitas bisnis yang lebih tinggi berkaitan dengan profitabilitas berkelanjutan yang lebih tinggi. Visual pada Gambar 4.6 (scatter) dan Gambar 4.10 (decile plot) menguatkan pola tersebut.

Dari sisi besaran dampak relatif, Tabel 4.8 menunjukkan beta terstandarisasi BQS paling besar di antara variabel penjelas. Ini berarti, pada skala yang setara (dalam satuan deviasi standar), perubahan BQS lebih “terasa” terhadap variasi SROA dibanding perubahan HHI, SIZE, maupun GROWTH pada dataset latihan.

4.3.2 Pengaruh Struktur Industri (HHI) terhadap SROA

Koefisien HHI pada Tabel 4.7 tidak signifikan pada fase placeholder/practice. Secara interpretatif, ini berarti bahwa pada dataset latihan, variasi konsentrasi industri belum memberikan bukti yang stabil sebagai determinan SROA setelah mengendalikan heterogenitas tetap perusahaan dan guncangan tahun.

Hasil ini dapat dibaca dalam dua lapis. Lapis pertama adalah pembacaan substansi: struktur industri mungkin bukan faktor dominan untuk sustained profitability pada konteks pasar modern yang kompetitif, terutama jika kapabilitas internal perusahaan (BQS) lebih menentukan. Lapis kedua adalah pembacaan teknis: HHI sensitif terhadap klasifikasi industri dan kualitas data penjualan/industry mapping; pada fase placeholder, pengukuran HHI bersifat latihan dan dapat berubah ketika data Bloomberg dan klasifikasi industri dinamis yang lebih presisi digunakan.

Konsisten dengan itu, bukti deskriptif pada Subbab 4.2 tidak menunjukkan tren yang rapi untuk HHI. Scatter plot (Gambar 4.7) tidak memperlihatkan kemiringan yang

jelas, sedangkan ringkasan quintile (Tabel 4.6 dan Gambar 4.11) memperlihatkan pola non-monoton (misalnya Q3–Q4 relatif lebih tinggi namun Q5 turun kembali). Pola ini mendukung mengapa koefisien HHI pada tahap latihan sulit “mengunci” signifikansi.

4.3.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan (SIZE) terhadap SROA

SIZE pada Tabel 4.7 tidak signifikan pada fase placeholder/practice. Salah satu alasan konseptualnya adalah: fixed effects “menyerap” banyak perbedaan permanen antar perusahaan. Perusahaan yang besar cenderung tetap besar; sehingga variasi SIZE yang diuji dalam model two-way FE terutama adalah variasi within-firm dari waktu ke waktu. Jika perubahan SIZE within-firm tidak berkaitan kuat dengan perubahan SROA dalam horizon pendek, maka koefisien SIZE wajar tidak signifikan.

Selain itu, korelasi sederhana pada Tabel 4.2 menunjukkan hubungan negatif antara SROA dan SIZE (-0,350). Namun korelasi tersebut tidak mempertimbangkan komposisi industri, strategi perusahaan, maupun efek tahun. Karena itu, ketidaksignifikanan SIZE pada model fixed effects dapat dibaca sebagai indikasi bahwa “skala” bukan penjelas tambahan yang konsisten setelah kontrol heterogenitas dan faktor lain dimasukkan—setidaknya pada dataset latihan.

4.3.4 Pengaruh Pertumbuhan Penjualan (GROWTH) terhadap SROA

GROWTH pada Tabel 4.7 terestimasi positif dan signifikan pada fase placeholder/practice. Secara ekonomi, hasil ini dapat diartikan bahwa perusahaan yang mengalami pertumbuhan penjualan cenderung memperlihatkan profitabilitas berkelanjutan yang lebih tinggi, kemungkinan karena pertumbuhan mencerminkan permintaan yang kuat, peningkatan utilisasi, atau keberhasilan strategi komersial.

Namun, pertumbuhan tidak selalu identik dengan kualitas. Pertumbuhan yang “dibeli” melalui diskon agresif, ekspansi biaya yang berlebihan, atau investasi yang tidak efisien dapat mengurangi margin dan menekan profitabilitas dalam jangka menengah. Karena itu, pada tahap final, pembahasan GROWTH idealnya diperkaya dengan pembahasan bersamaan dengan BQS: pertumbuhan yang disertai kualitas (BQS tinggi) secara teori lebih mungkin berkontribusi pada sustained profitability dibanding pertumbuhan yang rapuh.

4.3.5 Ringkasan Dominansi dan Jawaban Hipotesis (H1–H3)

Merujuk Tabel 4.7 dan Tabel 4.8 pada fase placeholder/practice, ringkasan jawaban hipotesis adalah sebagai berikut: (i) HHI tidak signifikan (H1 belum terdukung), (ii) BQS positif signifikan (H2 terdukung), dan (iii) koefisien terstandarisasi BQS jauh lebih besar dibanding HHI (indikasi awal H3 terdukung pada sampel latihan). Ringkasan ini belum merupakan kesimpulan final, tetapi memberi arah bahwa—setidaknya pada *pipeline* latihan—faktor internal yang ditangkap BQS lebih dominan dibanding struktur

industri dalam menjelaskan variasi SROA.

Sebagai penutup BAB IV, penting ditegaskan kembali: nilai utama pada tahap placeholder adalah memastikan rancangan empiris, alur uji, dan struktur narasi BAB IV sudah rapi. Ketika data Bloomberg digunakan, bagian interpretasi akan diperkuat melalui perbandingan dengan literatur, penjelasan mekanisme ekonomi yang lebih spesifik per variabel, serta uji robustness sesuai kebijakan pembimbing.

BAB V

PENUTUP

Bab ini menyajikan kesimpulan penelitian, implikasi, keterbatasan, serta saran untuk penelitian selanjutnya. Mengingat sebagian hasil pada BAB IV masih bersifat *place-holder/practice* (uji end-to-end pipeline), penarikan kesimpulan substantif akan difinalisasi setelah data Bloomberg tersedia dan seluruh analisis dijalankan ulang pada sampel penuh konstituen S&P 500 periode 2015–2024.

5.1 Simpulan

Berdasarkan kerangka teori SCP (struktur industri) dan RBV (kualitas bisnis internal), serta rancangan empiris data panel dengan two-way fixed effects, penelitian ini menyimpulkan beberapa poin utama berikut:

1. Profitabilitas berkelanjutan perusahaan dapat diukur lebih stabil melalui pendekatan rata-rata bergerak (SROA) untuk mereduksi fluktuasi jangka pendek dan *transitory shocks*.
2. Struktur industri yang lebih terkonsentrasi (diukur dengan HHI) secara teoretis berpotensi menciptakan hambatan masuk yang meningkatkan kemampuan perusahaan mempertahankan profitabilitas.
3. Kualitas bisnis internal (diukur dengan Business Quality Score/BQS) secara teoretis berpotensi menjadi determinan yang lebih dominan dalam konteks pasar modern, karena mencerminkan kapabilitas internal yang sulit ditiru (pricing power, cash generation, leverage discipline, dan consistency).
4. Pengujian dominansi (H3) lebih tepat dilakukan menggunakan koefisien terstandarisasi (standardized beta) sehingga perbandingan dampak ekonomi relatif antar variabel lebih sebanding.

Implikasi ringkas dari penelitian ini adalah:

1. **Implikasi akademik:** konstruksi indeks komposit kontinu (BQS berbasis Z-score) dapat menjadi alternatif proksi “kualitas perusahaan” yang lebih informatif dibanding rasio tunggal.
2. **Implikasi praktis:** bila BQS dominan pada hasil final, evaluasi fundamental internal perlu diberi bobot lebih besar daripada sekadar *industry bet* berbasis konsentrasi pasar.

3. **Implikasi manajerial:** fokus pada penguatan pricing power, disiplin leverage, dan konsistensi arus kas/laba berpotensi meningkatkan ketahanan profitabilitas.

5.2 Keterbatasan

Keterbatasan penelitian ini meliputi:

1. **Keterbatasan data (fase latihan):** sumber data latihan (yfinance) memiliki cakupan item dan historis yang lebih terbatas dibanding Bloomberg, berpotensi menghasilkan panel yang tidak seimbang dan ukuran sampel efektif yang kecil.
2. **Keterbatasan klasifikasi industri:** konstruksi HHI idealnya mengikuti klasifikasi GICS yang dinamis per tahun; perbedaan metadata industri dapat memengaruhi akurasi pengelompokan dan pangsa pasar.
3. **Keterbatasan endogeneity:** meskipun fixed effects mengurangi bias dari heterogenitas tidak teramati yang konstan, masih terdapat potensi endogeneity (misalnya reverse causality atau omitted variables yang berubah waktu) yang dapat dipertimbangkan pada pengembangan metodologi lanjutan.

5.3 Saran

Beberapa saran untuk penelitian selanjutnya:

1. Menggunakan data Bloomberg (atau basis data komersial setara) untuk memastikan coverage historis 2013–2024 yang memadai dan konsistensi definisi variabel.
2. Menguji robustnes dengan variasi spesifikasi, misalnya alternatif proksi konsentrasi (CR4) atau variasi definisi BQS (mis. penambahan payout/safety components).
3. Mempertimbangkan pendekatan panel dinamis (mis. System GMM) atau instrumentasi yang relevan untuk mengurangi potensi bias endogeneity pada determinan profitabilitas berkelanjutan.

Daftar Pustaka

Asness, C. S., Frazzini, A., & Pedersen, L. H. (2019). Quality minus junk. *Review of Accounting Studies*, 24(1), 34-112.

Bain, J. S. (1951). Relation of profit rate to industry concentration: American manufacturing, 1936–1940. *The Quarterly Journal of Economics*, 65(3), 293-324.

Bain, J. S. (1956). *Barriers to new competition*. Harvard University Press.

Barney, J. B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.

Bhojraj, S., Lee, C. M. C., & Oler, D. (2003). Does the method of classification matter in the empirical measurement of industry structure? *Journal of Accounting Research*, 41(3), 441-475.

Bivens, J. (2022). Corporate profits have contributed disproportionately to inflation. How should policymakers respond? Economic Policy Institute.

Bloomberg. (2025). *Zombie companies surge to highest level since 2022*.

Board of Governors of the Federal Reserve System. (2024). *Federal funds effective rate*. Federal Reserve Bank of St. Louis.

Demsetz, H. (1973). Industry structure, market rivalry, and public policy. *Journal of Law and Economics*, 16(1), 1–9.

Dichev, I. D., & Tang, V. W. (2009). Earnings volatility and earnings predictability. *Journal of Accounting and Economics*, 47(1-2), 160-181.

Goddard, J., Liu, H., Molyneux, P., & Wilson, J. O. (2011). The persistence of profit. *International Journal of Industrial Organization*, 29(4), 396-405.

Hirsch, S., Schiefer, J., Gschwandtner, A., & Hartmann, M. (2021). Profitability and profit persistence in EU food retailing. *Agricultural Economics*, 52(1), 15-28.

Mason, E. S. (1939). Price and production policies of large-scale enterprise. *The American Economic Review*, 29(1), 61-74.

McGahan, A. M., & Porter, M. E. (1997). How much does industry matter, really? *Strategic Management Journal*, 18(S1), 15-30.

Mueller, D. C. (1977). The persistence of profits above the norm. *Economica*, 44(176), 369-380.

Mueller, D. C. (1986). *Profits in the long run*. Cambridge University Press.

Novy-Marx, R. (2013). The other side of value: The gross profitability premium. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 1-28.

Penrose, E. T. (1959). *The theory of the growth of the firm*. John Wiley & Sons.

Pervan, M., Pervan, I., & Curak, M. (2019). Determinants of firm profitability in the Croatian manufacturing industry: Evidence from dynamic panel analysis. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 32(1), 968-981.

Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Review of Financial Studies*, 22(1), 435-480.

S&P Global Market Intelligence. (2025). US corporate bankruptcies hit 14-year high.

Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, 71(3), 289-315.

Stephan, A., Talavera, O., & Tsapin, A. (2008). Persistence and determinants of firm profit in emerging markets. *Applied Economics Quarterly*, 54(3), 231-253.

Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.

Zeitun, R., & Tian, G. G. (2014). Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 8(4), 63-88.