

## KEBIJAKAN DIVERSIFIKASI PERUSAHAAN DAN PENGARUHNYA TERHADAP KINERJA: STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN PUBLIK DI INDONESIA

PUJI HARTO  
Universitas Diponegoro

### ABSTRACT

*For many years, there have been debates about the benefit and cost of corporate diversification strategy. This research provide evidence on corporate diversification and it consequences toward firm value. Corporate diversification as part of internal market mechanism can have benefit and cost on performance of the firm. We estimate that diversification strategy will reduce firm value especially in situation like Indonesia with less-developed financial market and many companies still recovered from monetary crises in recent years. We find that companies with diversified business segment have negative excess value comparing with stand alone firms. In relation with firms characteristics, its show that level of leverage and asset size positively related with firm value. This result is rejecting internal capital market hypothesis.*

**Keywords:** *diversification, excess value, internal market, firm value*

### I. Latar Belakang Penelitian

Perusahaan dalam perkembangannya selalu berusaha untuk mempertahankan keunggulan bisnisnya dalam meningkatkan nilai perusahaan tersebut. Dalam jangka panjang perusahaan dapat melakukan pengembangan perusahaan maupun pengurangan skala ekonomis usaha. Strategi diversifikasi dilakukan sebagai salah satu cara untuk melakukan ekspansi usaha dan memperluas pasar. Diversifikasi sendiri merupakan bentuk pengembangan usaha dengan cara memperluas jumlah segmen secara bisnis maupun geografis maupun memperluas market share yang ada atau mengembangkan berbagai produk yang beraneka ragam. Hal ini dapat dilakukan dengan membuka lini usaha baru, memperluas lini produk yang ada, memperluas wilayah pemasaran produk, membuka kantor cabang, melakukan merger dan akuisisi untuk meningkatkan skala ekonomis dan cara yang lainnya.

Berbagai kajian dan pendapat masih memperdebatkan apakah diversifikasi dapat membawa manfaat ataupun justru membawa dampak negatif terhadap keunggulan kompetitif dalam jangka panjang. Disatu sisi pendapat mengatakan bahwa dengan diversifikasi perusahaan dapat meningkatkan skala ekonomis. Sementara disisi lain banyak pendapat bahwa strategi fokus pada kompetensi inti justru merupakan kunci utama terhadap keunggulan perusahaan dalam jangka panjang..

Dilihat dari karakteristik perusahaan yang ada di Indonesia, banyak perusahaan terutama yang sudah menjadi perusahaan go publik merupakan bagian dari kelompok bisnis. Bentuk usaha konglomerasi yang dibangun dari perusahaan keluarga merupakan ciri khas perusahaan menengah dan besar di Indonesia. Seiring dengan perkembangan bisnis keluarga, mereka banyak berekspansi kedalam usaha yang bahkan sama sekali berbeda dengan bisnis semula. Sebelum krisis moneter kedudukan konglomerat menjadi kuat karena konsentrasi kekuatan ekonomi Indonesia berada di tangan sekelompok kecil konglomerat besar. Datangnya krisis moneter banyak membuat konglomerat menjadi goyah kedudukannya dengan banyaknya perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dan bangkrut. Meskipun demikian pada masa sekarang setelah krisis moneter mereda, masih banyak perusahaan yang tetap berada dibawah lingkungan kelompok konglomerat. Perusahaan tersebut biasanya dipimpin oleh sebuah holding company yang membawahi berbagai anak perusahaan yang tersebar dalam berbagai segmen usaha. Dengan kata lain perusahaan-perusahaan tersebut pada umumnya merupakan perusahaan yang terdiversifikasi.

Penelitian ini sendiri bertujuan untuk menguji apakah perusahaan yang memiliki diversifikasi usaha memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang hanya fokus dengan satu segmen bisnis utama. Kontribusi dari penelitian ini adalah memberikan gambaran dan analisis mengenai diversifikasi perusahaan yang belum banyak dilakukan di Indonesia. Secara lebih khusus penelitian ini menguji apakah terdapat perbedaan kinerja antara perusahaan yang melakukan diversifikasi usaha dengan perusahaan yang beroperasi pada segmen tunggal. Selain itu dikaji pula faktor-faktor yang menjelaskan kinerja perusahaan. Selanjutnya pada bagian II akan dibahas mengenai literatur review dan perumusan hipotesis. Bagian III membahas tentang metoda penelitian. Lebih lanjut pada bagian IV akan membahas mengenai analisis dan pembahasan. Bagian akhir berisikan kesimpulan dan saran penelitian selanjutnya.

## II. Telaah Literatur dan Pengembangan Hipotesis.

Pertanyaan yang mendasar dalam diversifikasi adalah mengapa perusahaan melakukan diversifikasi. Menurut Montgomery (1994), terdapat tiga perspektif motif diversifikasi perusahaan, yaitu pandangan kekuatan pasar (*market power view*), sumber daya (*resources based view*), dan perspektif keagenan (*agency view*).

Pandangan kekuatan pasar melihat diversifikasi sebagai alat untuk menumbuhkan pengaruh anti kompetisi yang bersumber pada kekuatan konglomerasi. Ketika perusahaan bertumbuh menjadi besar maka pangsa pasarnya akan semakin besar. Hal ini menyebabkan tingkat konsentrasi industri yang semakin tinggi dan akhirnya akan mengakibatkan berkurangnya kompetisi pasar akibat dominasi usaha. Gribbin (1976) menyatakan bahwa sebenarnya kekuatan konglomerat merupakan fungsi dari kekuatan pasar dalam pasar individual. Untuk memperoleh kekuatan yang melintas antar pasar, maka perusahaan harus memiliki pengaruh yang signifikan paling tidak dalam market secara individu. Sehingga tidak mengherankan apabila kekuatan konglomerasi akan memiliki banyak perusahaan yang besar yang memiliki power dalam berbagai pangsa pasar yang berbeda pula. Didalam pendekatan ini diversifikasi akan memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (Montgomery, 1994).

Pandangan yang kedua mendasarkan pada sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan. Diversifikasi dilakukan untuk memanfaatkan kelebihan kapasitas dari sumberdaya yang dimiliki oleh perusahaan. Sumberdaya dan kapasitas produksi yang dimiliki oleh perusahaan masih belum digunakan secara optimal untuk beroperasi hanya pada satu lini bisnis. Alokasi sumberdaya yang efisien memungkinkan perusahaan untuk tumbuh dan berkembang. Meskipun demikian, tingkat diversifikasi yang optimal berbeda antar perusahaan tergantung pada karakteristik sumber daya yang dimiliki. Menurut Montgomery dan Wernerfelt (1988), tingkat spesifikasi dari sumber daya perusahaan memegang peranan yang penting. Semakin spesifik sumber daya yang dimiliki seperti keahlian pada bioteknologi, maka kemampuan untuk diterapkan pada industri yang berbeda akan terbatas, tapi dia akan menghasilkan marginal return yang lebih tinggi karena kekhususan yang dimiliki. Disisi lain, sumberdaya yang bersifat lebih umum seperti mesin dapat ditempatkan pada industri yang lebih luas tetapi kontribusi terhadap peningkatan value perusahaan tidak akan terlalu besar.

Dalam literatur keuangan, teori keagenan (*agency theory*) memegang peranan penting dalam menjelaskan hubungan antara prinsipal dan agen dalam menjalankan fungsi dan wewenang masing-masing. Konflik keagenan yang muncul karena perbedaan kepentingan akan membawa pada masalah-masalah diantara berbagai pihak yang terlibat (Jensen dan Meckling, 1976). Dalam konteks konflik kepentingan tersebut, maka diversifikasi sebagai kebijakan perusahaan menjadi kurang optimal. Manager yang melakukan diversifikasi akan mengarahkan diversifikasi sesuai dengan kepentingannya. Hal ini antara lain kinerja manajerial dikaitkan dengan tingkat penjualan, sehingga diversifikasi menjadi alat yang efektif untuk meningkatkan omset perusahaan. Padahal investasi tersebut tidak memberikan hasil net present value yang menggembirakan. Akibatnya diversifikasi yang dilakukan oleh perusahaan justru mengurangi nilai perusahaan. Fenomena ini disebut pula sebagai diversification discount. Dilain pihak,

konflik keagenan yang sering terjadi di Indonesia justru terjadi antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Sedangkan konflik keagenan antara pemilik dengan manajer yang sering terjadi di Barat justru kurang sesuai dengan kondisi di Indonesia. Hal ini karena konsentrasi kepemilikan sangat terkonsentrasi pada segelintir pemegang saham, sehingga posisi mereka sangat kuat. Bahkan mereka bisa mengendalikan manajer untuk melakukan kebijakan perusahaan agar sesuai dengan kepentingan mereka meskipun pada kenyataannya mereka berada di belakang layar. Fenomena ini tentunya akan merugikan kepentingan pemegang saham minoritas.

Untuk melihat level diversifikasi perusahaan, terdapat beberapa ukuran yang bisa dipakai untuk mengidentifikasinya. Salah satu ukuran yang banyak dipakai adalah jumlah segmen usaha yang dimiliki perusahaan. Dalam kaitannya dengan hal ini, maka perusahaan akan melaporkan segmen usaha sebagai bagian dari laporan keuangan yang diterbitkan. Pelaporan segmen di Indonesia sendiri masih merupakan hal yang baru. Pelaporan tersebut baru diwajibkan pada tahun 2001 oleh Dewan Standar Akuntansi Keuangan yang mengeluarkan PSAK No. 05 revisi 2000 mengenai pelaporan segmen (IAI, 2001). Sesuai dengan PSAK tersebut perusahaan yang memiliki berbagai segmen usaha dan geografis wajib melakukan pengungkapan jika masing-masing segmen memenuhi kriteria persyaratan penjualan, aktiva dan laba usaha yang memenuhi syarat tertentu. Segmen usaha melaporkan produk dan jasa pada lini usaha yang berbeda dengan risiko dan imbalan yang berbeda. Sedangkan segmen geografis menyajikan produk dan jasa dalam wilayah ekonomi tertentu yang memiliki risiko dan imbalan pada geografis yang berbeda (IAI, 2001).

Perdebatan mengenai strategi diversifikasi perusahaan terhadap nilai perusahaan telah berlangsung lama. Hal ini dikarenakan maraknya kegiatan diversifikasi perusahaan yang dilakukan di negara-negara maju selama dekade 80-an. Pihak-pihak yang memandang manfaat positif diversifikasi menyatakan bahwa diversifikasi memudahkan koordinasi pada perusahaan yang memiliki banyak divisi yang berbeda yang dapat melakukan transaksi secara internal (Chatterjee dan Wernerfelt, 1991). Hal ini yang disebut mekanisme pasar intern (*internal capital market*). Disamping itu alokasi sumberdaya yang lebih efisien dapat tercipta karena menurunnya biaya transaksi (Weston, 1970). Manfaat lain yang dirasakan adalah pengurangan pajak dikarenakan mekanisme transaksi secara internal (Berger dan Ofek, 1995).

Pada sisi lain, diversifikasi dapat menimbulkan dampak negatif. Banyak pendapat yang mendukung posisi ini. Stultz (1990) menyatakan bahwa perusahaan yang terdiversifikasi akan menempatkan investasi yang terlalu besar pada lini usahanya dengan kesempatan investasi yang rendah. Sedangkan Jensen (1986) mengemukakan bahwa manajer perusahaan yang memiliki free cashflow yang besar cenderung untuk mengambil investasi yang menurunkan nilai (*value decreasing*) dan proyek yang memiliki nilai sekarang bersih (*net present value*) yang negatif ketika mengalokasikan pada segmen usaha mereka. Menurut Comment dan Jarrell (1995) perusahaan yang fokus menghasilkan kinerja yang lebih baik daripada perusahaan diversifikasi. Hal ini seiring dengan gejala kesulitan keuangan yang dialami perusahaan diversifikasi di Amerika Serikat pada dekade 90-an sehingga mereka banyak yang mengubah strategi bisnisnya menjadi lebih fokus. Masalah lain yang muncul adalah adanya biaya asimetri informasi yang muncul antara manajemen pusat dan manajer divisi pada perusahaan yang memiliki sistem desentralisasi. Manajer divisi yang dibebani target oleh pusat justru sering mementingkan kinerja divisinya yang sering mengakibatkan kerugian pada divisi lainnya. Hal ini muncul pada kasus transfer pricing antar divisi dan lebih meningkat pada perusahaan konglomerat yang memiliki banyak sekali divisi. Akibatnya *goal congruence* yang ditetapkan oleh kantor pusat sering kurang efektif (Anthony dan Govindarajan, 2000).

Banyak penelitian yang mencoba menguji secara empiris pengaruh diversifikasi perusahaan terhadap kinerja perusahaan. Comment dan Jarrell (1994) menemukan hubungan yang negatif antara return saham abnormal dengan beberapa ukuran diversifikasi. Ukuran yang dipakai meliputi jumlah segmen yang dilaporkan, serta indeks

Herfindahl berbasis aset dan pendapatan. Hasil yang serupa diperoleh Lang dan Stulz (1994) yang melaporkan hubungan negatif antara rasio Tobin's  $q$  dan ukuran-ukuran diversifikasi. Selanjutnya Berger dan Ofek (1995) meneliti pengaruh diversifikasi perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan. Mereka mengambil sampel 5233 perusahaan selama tahun 1986-1991. Hasilnya menunjukkan bahwa nilai perusahaan yang terdiversifikasi lebih kecil dibanding perusahaan yang beroperasi pada segmen tunggal. Selisih nilai (*value loss*) berkisar antara 13%-15%, dimana selisih nilai akan berkurang jika perusahaan melakukan diversifikasi pada segmen yang berkaitan (*related diversification*). Selain itu segmen usaha perusahaan yang melakukan diversifikasi memiliki laba operasi yang lebih rendah dibanding perusahaan yang mempunyai segmen tunggal. Nilai perusahaan yang lebih rendah berkaitan dengan investasi yang berlebihan yang dilakukan oleh perusahaan.

Kondisi diversifikasi di negara-negara berkembang menjadi fenomena yang menarik untuk diteliti. Hal ini karena negara berkembang belum memiliki mekanisme pasar modal eksternal yang maju. Sehingga proses alokasi modal secara internal melalui diversifikasi menjadi dominan, terutama untuk perusahaan-perusahaan besar. Maka tidaklah mengherankan apabila kekuatan konglomerasi menjadi pilar ekonomi yang sangat signifikan di negara-negara berkembang. Claessens et.al (2001) melakukan penelitian pada 3000 perusahaan di sembilan negara Asia Timur untuk melihat cost dan benefit diversifikasi selama masa sebelum dan selama krisis keuangan. Mereka menemukan bahwa internal market memberi banyak manfaat bagi perusahaan pada masa sebelum krisis dan diversifikasi yang dilakukan dapat mengurangi risiko bisnis. Akan tetapi ketika krisis moneter terjadi, perusahaan yang terdiversifikasi memiliki kinerja yang lebih buruk. Hasil yang serupa diperoleh Hanazaki dan Liu (2003) ketika meneliti dampak diversifikasi perusahaan terhadap kinerja. Selama krisis moneter perusahaan-perusahaan tersebut mengalami penurunan kinerja yang sangat tinggi. Penjelasan terhadap hal ini adalah adanya distorsi terhadap alokasi kapital secara internal sehingga menjadi tidak efisien dan mengakibatkan proyek-proyek yang didanai memiliki risiko tinggi. Inefisiensi terjadi akibat problem ekspropriasi oleh pemilik yang melakukan kebijakan subsidi silang dan investasi yang berlebihan yang terjadi didalam kelompok bisnis mereka. Selain itu mekanisme *corporate governance* yang tidak berjalan dengan baik juga menjadi penyebab lainnya. Hal ini akibat kompleksitas perusahaan yang banyak melakukan diversifikasi. Kompleksitas organisasi dapat menciptakan masalah asimetri informasi dan problem ekspropriasi sulit untuk dideteksi dalam situasi seperti ini.

Sebenarnya diversifikasi perusahaan tidak selalu memiliki dampak negatif. Hal ini dibuktikan oleh Li dan Wong (2003) yang meneliti hubungan diversifikasi perusahaan dengan kinerja pada perusahaan-perusahaan besar di Cina. Mereka berpendapat bahwa strategi diversifikasi tidak hanya dilihat dari aspek finansial saja tapi perlu mempertimbangkan faktor lingkungan kontingen seperti faktor institusional yang berpengaruh terhadap strategi perusahaan. Pemilihan strategi yang tepat akan dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Mereka menemukan bahwa strategi diversifikasi pada bidang yang saling terkait (*related diversification*) menjadi kurang optimal akibat ketidakpastian perilaku institusional. Sedangkan jika hanya melakukan diversifikasi pada bidang yang tidak berkaitan (*unrelated diversification*) justru akan menurunkan nilai perusahaan. Matching antara strategi diversifikasi yang berkaitan dengan diversifikasi yang tidak berkaitan merupakan strategi optimal yang akan menghasilkan kinerja perusahaan yang lebih baik.

Penjelasan berdasarkan masalah keagenan dikemukakan oleh Chen dan Ho (2000) yang meneliti hubungan antara struktur kepemilikan dan diversifikasi perusahaan. Mereka meneliti diversifikasi pada sampel perusahaan di Singapura. Hasilnya menunjukkan bahwa kinerja yang menurun akibat diversifikasi terjadi pada perusahaan dengan tingkat kepemilikan oleh manajer yang rendah. Hal ini sesuai dengan perspektif keagenan bahwa kepemilikan manajer yang rendah berpotensi menimbulkan konflik keagenan antara prinsipal dan agen, dalam hal ini antar pemilik perusahaan dan manajer.

Strategi diversifikasi yang dijalankan oleh manajer mungkin akan memiliki hasil yang berbeda dengan yang diharapkan oleh pemilik akibat kepentingan yang berbeda.

Dampak positif dari diversifikasi juga dikemukakan oleh Jandik dan Makhija (2005). Mereka meneliti dampak diversifikasi terhadap kinerja perusahaan pada industri elektrik di US. Hasilnya menunjukkan bahwa diversifikasi dapat menghasilkan peningkatan kinerja dan terdapat premium diversifikasi yang signifikan. Hal ini dikarenakan karakteristik industri elektrik yang mengalami maturity dan inefisiensi serta overinvestment yang terjadi pada segmen bisnis mereka. Diversifikasi pada segmen bisnis yang berbeda akan membuka kesempatan investasi yang baru.

Dalam kaitannya dengan diversifikasi perusahaan, hal ini menjadi fenomena yang umum di negara-negara berkembang. Karakteristik perusahaan di Indonesia banyak ditandai munculnya kelompok bisnis yang menguasai berbagai sektor usaha. Keberadaan konglomerat yang berperan besar dalam perekonomian seolah menegaskan bahwa mekanisme internal capital market lebih dominan. Secara umum di negara dengan perkembangan pasar modal yang belum mapan dan tingkat perlindungan investor yang masih lemah mengakibatkan alokasi sumberdaya termasuk modal lebih mengarah secara internal. Khanna dan Palepu (2000) menyatakan bahwa diversifikasi perusahaan menjadi bernilai pada pasar yang masih berkembang (*emerging market*) karena perusahaan dapat meniru fungsi institusi pasar dalam alokasi modal internal.

Meski mekanisme pasar internal lebih bermanfaat pada negara dengan kondisi yang masih berkembang, tetapi seringkali cost yang muncul juga besar. Proyek-proyek investasi yang didanai secara internal kurang mendapat monitoring oleh pasar modal eksternal, akibatnya akan menghasilkan risiko yang lebih besar dan profit yang lebih kecil (Jensen, 1986). Risiko yang semakin besar akan didapati dengan adanya kesempatan investasi yang tersedia lebih beragam dan kompleks (Rajan et.al, 2000). Perusahaan yang terdiversifikasi akan menghadapi kos keagenan (*agency cost*) yang meningkat seiring dengan meningkatnya kompleksitas bentuk organisasi mereka (Denis et al, 1997). Maka tidaklah mengherankan apabila kebijakan tersebut menimbulkan fenomena diversification discount. Hal ini makin terasa ketika kondisi ekonomi menghadapi ketidakpastian yang tinggi seperti yang terjadi pada saat krisis ekonomi yang melanda Indonesia. Berdasarkan kajian diatas maka diturunkan hipotesis sebagai berikut:

H1: terdapat perbedaan kinerja antara perusahaan yang melakukan diversifikasi dengan perusahaan yang berada pada segmen usaha tunggal

H2: Tingkat diversifikasi perusahaan akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

### III. Metoda Penelitian

#### Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Sedangkan sampel yang dipilih adalah perusahaan yang masuk dalam sektor industri properti dan real estat, infrastruktur dan utilitas, serta perdagangan dan jasa. Metoda pengambilan sampel berdasarkan purposive dengan kriteria-kriteria yang ditetapkan. Diantaranya perusahaan sudah harus tercatat sebagai perusahaan publik pada tahun 2003-2004 sebagai tahun pengamatan. Kemudian perusahaan harus memiliki laporan keuangan yang lengkap, termasuk penjelasan dan pengungkapan laporan segmen. Berdasarkan kriteria tersebut jumlah sampel akhir yang siap diolah sebanyak 100 perusahaan.

#### Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Definisi operasional dan pengukuran masing-masing variabel adalah sebagai berikut:

##### 1. Diversifikasi perusahaan

Merupakan tingkat pengembangan yang dilakukan perusahaan melalui jumlah perusahaan yang dikelola maupun tingkat segmen usaha yang dimiliki, minimal 2 segmen usaha. Level diversifikasi perusahaan diukur dengan tiga cara yaitu (1) jumlah segmen usaha yang dimiliki oleh perusahaan; (2) jumlah anak perusahaan (*subsidiary*) yang masuk kedalam konsolidasi atau tingkat kepemilikan sahamnya 50% keatas; dan (3) Indeks Herfindahl dari jumlah penjualan segmen usaha



perusahaan. Indeks dihitung dari jumlah dari kuadrat penjualan masing-masing segmen dibagi dengan kuadrat total penjualan perusahaan dengan rumus sebagai berikut:

$$H = \frac{\sum_{i=1}^n \text{segsales}^2}{(\sum_{i=1}^n \text{sales})^2}$$

Keterangan:

Segsales: penjualan masing-masing segmen

Sales : total penjualan

Semakin indeks mendekati ke angka satu, maka penjualan perusahaan akan terkonsentrasi pada segmen tertentu. Perusahaan yang berada pada segmen tunggal akan memiliki indeks herfindahl satu.

## 2. Kinerja perusahaan

Pengukuran kinerja dilakukan mengadopsi ukuran dari Berger dan Ofek (1995), Bodnar et.al (1998), dan Claessens et.al (2001). Ukuran tersebut disebut sebagai *Excess Value of Firm* (EXV). Merupakan selisih kinerja perusahaan diversifikasi dibandingkan dengan perusahaan segmen tunggal. Nilai EXV yang positif berarti perusahaan yang melakukan diversifikasi memiliki kinerja yang lebih tinggi dari perusahaan tunggal dan nilai negatif menunjukkan kinerja yang lebih rendah. Nilai kinerja ini didapatkan dengan membagi nilai perusahaan sesungguhnya (*market capitalization*) dengan nilai yang sudah disesuaikan dengan pengaruh industri yang disebut *imputed value*. *Imputed value* menunjukkan tingkat kinerja perusahaan pada level individual (*single firm*). Nilai ini menunjukkan bagaimana kinerja masing-masing segmen perusahaan dihasilkan ketika mereka dianggap seolah-olah merupakan perusahaan individu yang independen. Rumusnya adalah:

$$EXV = \ln (MC/IV) \quad (1)$$

$$IV_{i,t} = \sum_{i=1}^n \text{segsales} * \text{Ind}(\text{market} / \text{sales})_j \quad (2)$$

Keterangan:

- MC : Market capitalization (nilai pasar ekuitas saham + nilai buku hutang)

-  $IV_{i,t}$  : imputed value

- Segsales : penjualan masing-masing segmen

- ind (market/sales) : rasio median dari market capitalization terhadap penjualan untuk perusahaan segmen individual dalam satu industri

Kapitalisasi pasar (*market capitalization*) dihitung dengan nilai pasar ekuitas saham plus nilai buku kewajiban. Sedangkan *imputed value* dihitung mula-mula dengan mengalikan rasio median market-to-sales industri dengan penjualan tiap segmen usaha perusahaan di industri tersebut. *Imputed value* merupakan penjumlahan dari perkalian masing-masing segmen untuk seluruh segmen dalam satu perusahaan tersebut.

## 3. Leverage

Merupakan proporsi hutang yang ada didalam perusahaan. Variabel ini diukur dengan rasio jumlah total hutang terhadap total aset.

## 4. Tobins Q

Merupakan ukuran yang menunjukkan tingkat kesempatan investasi perusahaan perusahaan. Diukur dengan rasio nilai pasar ekuitas ditambah dengan nilai buku total hutang dan dibagi dengan nilai buku total aset.

## 5. Earning Growth

Merupakan indikator pertumbuhan laba perusahaan yang dihitung dari persentase pertumbuhan laba bersih per saham (*earning per share*) tahun tertentu dibanding tahun sebelumnya. Dihitung dengan formula  $\Delta \text{eps} = (\text{eps}_t - \text{eps}_{t-1}) / \text{eps}_{t-1}$

## 6. Size

Merupakan variabel kontrol yang menunjukkan level ukuran perusahaan yang diukur dengan nilai log total aset perusahaan.

## 7. Umur

Merupakan variabel kontrol yang diukur dengan jumlah tahun mulai perusahaan berdiri sampai dengan tahun amatan.

## 8. Dummy karakteristik industri

Merupakan variabel dummy yang digunakan untuk mengontrol efek industri berdasarkan karakteristik sampel yang terdiri dari 3 industri yang berbeda.

Analisis yang dilakukan menggunakan uji statistik uji beda t-test dan median test untuk melihat perbedaan karakteristik antara perusahaan yang terdiversifikasi dengan perusahaan yang fokus. Kemudian analisis multivariat dengan regresi berganda dilakukan untuk melihat pengaruh diversifikasi terhadap kinerja perusahaan.

#### IV. Hasil Analisis dan Pembahasan

Sebelum analisis dilakukan terlebih dahulu dikemukakan statistik deskriptif seperti yang terlihat pada tabel 1 dibawah

**Tabel 1 Statistik Deskriptif**

Panel A: sampel perusahaan menurut sektor industri

| Sektor industri                           | Multi Segmen | Single Segmen | Jumlah sampel |
|---|--------------|---------------|---------------|
| Infrastruktur, utilitas, dan transportasi | 8            | 3             | 11            |
| Perdagangan dan jasa                      | 46           | 8             | 54            |
| Properti dan real estat                   | 28           | 7             | 35            |
| <b>Total</b>                              | <b>82</b>    | <b>18</b>     | <b>100</b>    |

Panel B: Karakteristik perusahaan dan ukuran-ukuran diversifikasi

|                         | N   | Mean    | Median  | Min     | Max    | Standar Deviasi |
|-------------------------|-----|---------|---------|---------|--------|-----------------|
| Multi Segmen            | 82  | -0,3879 | -0,5239 | -4,2302 | 3,8562 | 1,2199          |
| Single Segmen           | 18  | 0,8246  | 0,8969  | -1,7548 | 3,7164 | 1,4574          |
| Difference              |     | 0,4367  | 0,3730  |         |        |                 |
| t statistik/z statistik |     | 3,75*   | 1,82*   |         |        |                 |
| Total sampel            | 100 |         |         |         |        |                 |

\* signifikan pada *p-value* 0,01

Dari Tabel 1 diatas terlihat bahwa perusahaan multi segmen memiliki excess value yang negatif, berarti dapat diindikasikan bahwa kinerja perusahaan diversifikasi memiliki kinerja yang underperform dibanding perusahaan yang berada pada single segmen. Seperti dijelaskan sebelumnya bahwa excess value merupakan ukuran kelebihan nilai perusahaan yang terdiversifikasi terhadap perusahaan segmen tunggal dengan mengontrol efek industri. Dari keseluruhan sampel sebanyak 81% perusahaan merupakan perusahaan yang berada pada multi segmen. Hal ini menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan di Indonesia banyak yang memiliki lebih dari satu jenis lini usaha.

Selanjutnya akan diuji sejauhmana variasi kinerja perusahaan dijelaskan oleh karakteristik perusahaan. Untuk melihat apakah level diversifikasi perusahaan dan karakteristik perusahaan lainnya berpengaruh terhadap nilai perusahaan maka dilakukan analisis regresi dengan persamaan sebagai berikut:

$$EXVAL = a + b_1DIVER_i + b_2LnASSET + b_3LEVERAGE + b_4EARNGROWTH + b_5UMUR + b_6TOBINS + b_7DUMMYSEG + b_8DUMSEKT1 + b_9DUMSEKT2$$

Keterangan:

*EXVAL* : Excess value, menunjukkan nilai perusahaan

*DIVER* : level diversifikasi perusahaan yang diukur dengan 3 cara pengukuran:  
Segment : jumlah segmen usaha

Subsidiary : jumlah anak perusahaan yang masuk dalam konsolidasi

HHI : herfindahl indeks berdasarkan pendapatan

- LnASSET : lognormal total aset  
 LEVERAGE : perbandingan total hutang dan total aset  
 EARNGRWTH : pertumbuhan laba, dihitung dari selisih laba bersih per saham dengan notasi:  $\Delta eps = (eps_t - eps_{t-1})/eps_{t-1}$   
 UMUR : umur perusahaan  
 TOBINS : tingkat kesempatan investasi perusahaan, diukur dari market value saham plus nilai buku hutang dibagi total aset  
 DUMMYSEG : variabel dummy 1 jika perusahaan memiliki segmen lebih dari satu segmen usaha, 0 jika perusahaan memiliki segmen tunggal  
 DUMSEKT1 : variabel dummy sektor industri, 1 jika sektor industri perdagangan dan jasa, 0 jika sektor industri lain  
 DUMSEKT2 : variabel dummy sektor industri, 1 jika sektor industri properti dan real estat, 0 jika sektor industri lain

Hasil pengujian terhadap analisis regresi berganda ditunjukkan pada tabel 2 dibawah ini. Pada analisis regresi ini sebelum sampai pada signifikansi model terlebih dahulu harus memenuhi asumsi klasik seperti normalitas, multikolinearitas, heterokedastisitas dan autokorelasi (Gujarati, 2003). Secara umum model persamaan regresi sudah memenuhi asumsi yang ada. Sedangkan nilai signifikansi model secara keseluruhan dan individual serta nilai koefisien determinasi ditunjukkan oleh tabel 2 dibawah ini.

**Tabel2**  
 Hasil analisis regresi dengan variabel dependen excess value

|  | koefisien | T statistik | Signifikan | Uji multikolinearitas |       |
|--|-----------|-------------|------------|-----------------------|-------|
|  |           |             |            | Tolerance             | VIF   |
| Konstanta  | -4,499    | -1,770      | 0,080      |                       |       |
| Ln Aset  | 0,224     | 2,258       | 0,026*     | 0,536                 | 1,864 |
| Umur   | -0,002    | -0,201      | 0,841      | 0,698                 | 1,433 |
| Leverage   | 0,773     | 2,106       | 0,038*     | 0,767                 | 1,303 |
| Earning Growth   | -0,002    | -1,470      | 0,145      | 0,901                 | 1,110 |
| Tobins   | 0,141     | 1,355       | 0,179      | 0,770                 | 1,299 |
| Divers level   | -0,018    | -0,708      | 0,481      | 0,651                 | 1,535 |
| Dummyseg   | -1,508    | -4,686      | 0,000**    | 0,789                 | 1,268 |
| Dummysekt1   | -1,300    | -3,175      | 0,002**    | 0,302                 | 3,314 |
| Dummysekt2   | -1,057    | -2,440      | 0,017*     | 0,291                 | 3,438 |
| F statistik : 5,842; signifikansi level: 0,000 Ket: * signifikansi pada 0,05     |           |             |            |                       |       |
| R <sup>2</sup> : 0,369 Adjusted R <sup>2</sup> : 0,308 ** signifikansi pada 0,01 |           |             |            |                       |       |
| Durbin Watson: 1,754   |           |             |            |                       |       |

Dari tabel 2 diatas terdapat beberapa variabel yang secara statistik signifikan terhadap kinerja perusahaan. Variabel lognormal aset mencerminkan ukuran perusahaan dengan koefisien yang positif. Hal ini berarti ukuran perusahaan berpengaruh secara positif terhadap kinerja perusahaan. Demikian pula dengan leverage, yang mencerminkan proporsi total hutang terhadap total aset perusahaan justru menunjukkan pengaruh yang positif. Lebih lanjut, ketiga variabel dummy menunjukkan hasil yang signifikan secara statistik dan memiliki koefisien yang negatif. Pada dummy segmen antara perusahaan yang multi segmen dan single segmen menunjukkan koefisien yang negatif dan sangat signifikan. Nilai koefisien yang negatif mengindikasikan perusahaan multisegmen memiliki kinerja yang lebih rendah dibanding perusahaan yang single segmen. Hasil ini sesuai dengan uji perbedaan mean dan median antara kedua kelompok sampel perusahaan tersebut. Sedangkan dummy sektor industri keduanya juga menunjukkan hasil yang signifikan. Dummy sektor industri 1 mengindikasikan bahwa perusahaan yang masuk



sektor industri perdagangan dan jasa memiliki kinerja yang lebih rendah dibandingkan perusahaan sektor infrastruktur dan utilitas. Hal yang sama berlaku untuk variabel dummy sektor industri 2, yang menunjukkan kinerja perusahaan sektor properti dan real estat lebih rendah dibandingkan perusahaan sektor infrastruktur dan utilitas. Akan tetapi hasil ini perlu ditafsirkan dengan hati-hati. Kemungkinan penjelasan terhadap hal ini adalah bahwa sampel perusahaan yang berada di sektor perdagangan dan jasa serta sektor industri properti dan real estat sebagian besar merupakan perusahaan multisekmen atau perusahaan diversifikasi. Untuk perusahaan perdagangan dan jasa mencapai 85% dari total sampel sektor industri tersebut, sedangkan properti dan real estat mencapai 81%. Ini berarti proporsinya minimal sama dengan proporsi dari perusahaan yang terdiversifikasi untuk keseluruhan sampel yaitu 81%. Sedangkan hasil pengujian terhadap kinerja perusahaan menunjukkan kinerja perusahaan yang melakukan diversifikasi lebih rendah dibandingkan perusahaan yang fokus. Variabel-variabel lainnya menunjukkan hasil yang tidak signifikan secara statistik. Untuk variabel level diversifikasi dengan menggunakan ukuran jumlah segmen, jumlah subsidiary dan herfindahl indeks justru menunjukkan hasil yang tidak signifikan.

### Diskusi dan pembahasan

Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel leverage menunjukkan hubungan yang positif dan signifikan pada  $p$ -value 0,038 (sig level.5%). Hasil ini menunjukkan fenomena yang menarik. Karakteristik tingkat leverage perusahaan yang terdapat pada sampel ditunjukkan pada tabel 3 dibawah ini.

**Tabel 3.**  
Tingkat dan perubahan leverage sampel perusahaan 2003-2004

|               | Mean leverage |          | selisih | % kenaikan |
|---------------|---------------|----------|---------|------------|
|               | 2003          | 2004     |         |            |
| Single segmen | 0,3790        | 0,4432   | 0,0641  | 17%        |
| Multi segmen  | 0,7143        | 0,5220   | -0,1923 | -27%       |
|               | 0.3353*       | 0.0788** |         |            |

\* signifikan pada 5%; \*\* signifikan pada 10%

Dari tabel 3 diatas terlihat bahwa tingkat leverage perusahaan yang terdiversifikasi lebih tinggi daripada perusahaan segmen tunggal. Disamping itu ketika diamati perubahan leverage dari tahun 2003 ke tahun 2004 perusahaan yang terdiversifikasi mengalami penurunan hutang sedangkan perusahaan segmen tunggal justru mengalami peningkatan leverage. Meskipun demikian tetap saja tingkat leverage perusahaan yang diversifikasi lebih tinggi daripada perusahaan segmen tunggal. Tingkat leverage yang relatif tinggi seharusnya menunjukkan adanya kesempatan investasi yang lebih tinggi dengan pemakaian dana eksternal dari kreditor. Akan tetapi dalam kondisi krisis ekonomi yang berdampak pada sebagian besar perusahaan di Indonesia, tingkat leverage yang sangat tinggi mengakibatkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa alokasi modal diantara perusahaan menjadi tidak efisien lagi. Claessens et al (2001) menemukan bahwa perusahaan yang terdiversifikasi menunjukkan kinerja yang lebih buruk dibanding perusahaan tunggal pada saat krisis ekonomi melanda negara-negara asia timur. Pada perusahaan yang menjadi bagian dari kelompok usaha, mekanisme subsidi silang (*cross subsidization*) antar perusahaan didalam satu kelompok usaha menjadi hal yang umum. Menurut Jensen (1993) salah satu faktor yang menimbulkan value loss bagi perusahaan adalah adanya subsidi silang yang berlebihan dalam rangka membantu salah satu segmen usaha yang mengalami kesulitan cashflow atau menderita kerugian. Hal ini perlu diteliti lebih lanjut untuk melihat seberapa besar subsidi silang dilakukan pada perusahaan multi segmen. Secara umum dapat dikatakan bahwa peningkatan leverage pada batas tertentu dapat meningkatkan kinerja sepanjang penggunaannya dilakukan secara efisien dan fokus untuk membiayai proyek yang menjadi kompetensi perusahaan dalam rangka mendapatkan laba.

## V. Kesimpulan dan Saran

Penelitian ini menguji kinerja perusahaan yang melakukan diversifikasi. Perusahaan yang melakukan diversifikasi didefinisikan sebagai perusahaan yang memiliki dua atau lebih segmen usaha. Hasil pengujian menunjukkan terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik antara perusahaan multi segmen dan perusahaan yang memiliki segmen tunggal. Berdasarkan nilai excess value, nilai perusahaan yang melakukan diversifikasi lebih rendah daripada perusahaan tunggal. Hal ini berarti strategi diversifikasi perusahaan yang dilakukan oleh mayoritas perusahaan belum memberikan hasil yang optimal terhadap kinerja. Bahkan kinerja mereka berada dibawah perusahaan yang melakukan strategi fokus. Diantara variabel yang menjelaskan kinerja perusahaan variabel leverage dan nilai aset menunjukkan hasil yang signifikan dan positif.

Penelitian ini tidak terlepas pula dari keterbatasan yang ada. Pertama, sampel yang diambil meskipun telah mengambil tiga sektor industri hanya menghasilkan sekitar 18 sampel perusahaan segmen tunggal dibandingkan 82 sampel perusahaan terdiversifikasi. Penelitian selanjutnya supaya memperluas sampel dengan mengambil sektor industri manufaktur yang memiliki jumlah perusahaan yang cukup banyak. Kedua, penelitian ini hanya mengambil waktu pengamatan dua tahun saja. Penelitian selanjutnya agar supaya memperluas sampel tahun pengamatan agar dapat diperoleh hasil yang lebih komprehensif. Ketiga, penelitian ini belum membagi kebijakan diversifikasi perusahaan menjadi diversifikasi pada bidang yang berkaitan (*related diversification*) dan bidang yang tidak berkaitan (*unrelated diversification*). Penelitian selanjutnya sebaiknya mempertimbangkan klasifikasi tersebut untuk melihat dampak sebenarnya dari kebijakan diversifikasi.

## Referensi

- Anthony, R., and V.Govindarajan. 2000. *Management Control System*. Irwin McGrawHill, tenth edition.
- Berger, P. G., and Ofek, E. 1995. Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37, 39-65.
- Bodnar, G., C. Tang., and J. Weintrop. 1998. Both Sides of Corporate Diversification: The Value Impacts of Geographic and Industrial Diversification. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=217869](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=217869)
- Chatterjee, S., and B. Wernerfelt. 1991. The link between resources and type of diversification: Theory and evidence, *Strategic Management Journal* 12, 33-48.
- Chen, S.S., & Kim Wai Ho. 2000. Corporate diversification, ownership structure, and firm value: The Singapore evidence. *International Review of Financial Analysis*, 9, 315-326
- Claessens, S., Simeon Djankov, J.P.H. Fan, Larry H.P. Lang. 2001. The Benefit and Cost of internal Markets: Evidence from Asia's Financial Crisis. Center for Economic Institutions Working Paper Series, No.2001-15.
- Comment, R., and Jarrell, G. A. 1995. Corporate focus and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 37, 67-87.
- Denis, J. D., Denis, D. K., & Sarin, A.1997. Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. *Journal of Finance*, 52, 135-160.
- Gribbin, J.D.1976. The Conglomerate Merger, *Applied Economics*, 8, 19-35
- Gujarati, D. 1998. *Basic Econometric*. Irwin Mc-GrawHill, Fourth edition
- Hanazaki, M., and Qun Liu. 2003. The Asian Crisis and Corporate Governance: Ownership Structure, Debt Financing, and Corporate Diversification. Center for Economic Institutions Working Paper Series, No 2003-18.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2001. *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan*. Penerbit Salemba Empat. Jakarta
- Jandik, T & A.K., Makhija. 2005. Can Diversification Create Value? Evidence from the Electric Utility Industry. *Financial Management Journal*, Spring. 61-93

- Jensen, M., and W. Meckling. 1976. The theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-60.
- Jensen, M. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76, 323– 329.
- Jensen, M. 1993. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System, *Journal of Finance*, 48, 831-880
- Khanna, T., and K. Palepu. 2000. Is Group Affiliation Profitable in Emerging Market? An Analysis of Diversified Indian Business Groups. *Journal of Finance*, Vol.55, 867-891
- Lang, L.H.P., and R.E. Stulz. 1994. Tobin's Q, Corporate Diversification and Firm Performance, *Journal of Political Economy*, Vol. 102, No.6, 1248-1280.
- Li, Mingfang and Yim-Yu Wong. 2003. Diversification and economic performance: An empirical assessment of Chinese Firms. *Asian Pacific journal of Management*, 20, 243-265
- Montgomery, C.A and Wernerfelt. 1988. Diversification, Ricardian rents and Tobin's q, *Rand Journal of Economics*, 623-632.
- Montgomery, C.A. 1994. Corporate Diversification. *Journal of Economic Perspective*. Vol.8, No.3. 162-178
- Rajan, R., H. Servaes, and L. Zingales. 1999. The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment, *Journal of Finance*, 55, 35-79
- Stultz. 1990. Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
- Weston, J. 1970. The nature and significance of conglomerate firms. *St. John's Law Review*, 44, 66-80.