

**ANALISIS PRAKTEK INTERNAL CAPITAL MARKET  
DALAM PERUSAHAAN KONGLOMERASI  
DAN PENGARUHNYA TERHADAP KINERJA  
PERUSAHAAN**



**SKRIPSI**

Diajukan sebagai salah satu syarat  
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)  
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis  
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

**RETNO HARDINI WAHYUNDARI**  
**NIM. 12010110130174**

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS**  
**UNIVERSITAS DIPONEGORO**  
**SEMARANG**  
**2014**

## **PERSETUJUAN SKRIPSI**

Nama Penyusun : Retno Hardini Wahyundari  
Nomor Induk Mahasiswa : 12010110130174  
Fakultas/ Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/ Manajemen  
Judul Skripsi : **ANALISIS PRAKTEK INTERNAL  
CAPITAL MARKET DALAM  
PERUSAHAAN KONGLOMERASI DAN  
PENGARUHNYA TERHADAP KINERJA  
PERUSAHAAN**

Dosen Pembimbing : Erman Denny Arfianto, S.E, M.M.

Semarang, 11 Juni 2014

Dosen Pembimbing,

(Erman Denny Arfianto, S.E, M.M.)

NIP. 19761205 200312 1001

## **PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN**

Nama Penyusun : Retno Hardini Wahyundari  
Nomor Induk Mahasiswa : 12010110130174  
Fakultas/ Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/ Manajemen  
Judul Skripsi : **ANALISIS PRAKTEK INTERNAL  
CAPITAL MARKET DALAM  
PERUSAHAAN KONGLOMERASI DAN  
PENGARUHNYA TERHADAP KINERJA  
PERUSAHAAN**

**Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 19 Juni 2014.**

Tim Penguji

1. Erman Denny Arfianto, S.E, M.M. (.....)
2. Dr. Irene Rini Demi Pangestuti, M.E (.....)
3. Drs. H. Prasetiono, M.Si (.....)

## PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertandatangan di bawah ini saya, Retno Hardini Wahyundari, menyatakan bahwa skripsi dengan judul : **Analisis Praktek Internal Capital Market dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Perusahaan**, adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, Juni 2014

Yang membuat pernyataan,

(Retno Hardini Wahyundari)

NIM. 12010110130174

## **ABSTRACT**

*There are many companies which did diversification strategy, related or unrelated, and this is very interesting to be an object research. A company which did unrelated diversification strategy called conglomerate firm. That firm indicates did internal capital market mechanism. Internal capital market is a mechanism in firm funding by cross subsidies in their own segment. Segment in internal capital market divided into four segment, efficient subsidy segment (EFS), inefficient subsidy segment (IFS), efficient transfer segment (ETS), and inefficient transfer segment (ITS). The aim of this research is to find the empirical evidence regarding correlation between four internal capital market components toward firm performance by its excess value.*

*Sample in this research are conglomerate firm and single segment firm listed in Indonesian Stock Exchange in 2008 to 2012. The research samples are 19 conglomerate firm and 47 single segment firm. The analysis data uses panel data regression fixed effect model (FEM). The sampling method is using a purposive sampling method.*

*The results of this research shows that there is positive relationship between efficient subsidy segment (EFS) toward excess value and shows negative relationship between inefficient subsidy segment (IFS) and inefficient transfer segment (ITS) toward excess value. But efficient transfer segment (ETS) has no relationship toward excess value. This research also add size, leverage, liquidity, and profitability as control variable. This research show that in conglomerate firm in Indonesia also did internal capital market mechanism and there are an effect to firm performance.*

*Keywords : diversification, conglomerate firm, internal capital market, excess value, firm performance, fixed effect model regression.*

## ABSTRAK

Banyaknya perusahaan yang melakukan strategi diversifikasi baik itu *related* dan *unrelated* merupakan objek penelitian yang menarik untuk diteliti. Perusahaan yang melakukan strategi *unrelated diversification* disebut sebagai perusahaan konglomerasi. Terdapat indikasi adanya praktek *internal capital market* dalam perusahaan tersebut, *internal capital market* merupakan mekanisme pendanaan perusahaan melalui proses subsidi silang antar segmen. Segmen didalam proses *internal capital market* dapat dibedakan menjadi empat, yaitu efisien subsidi segmen (EFS), inefisien subsidi segmen (IFS), efisien transfer segmen (ETS), dan inefisien transfer segmen (ITS) Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh keempat komponen *internal capital market* tersebut terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan *excess value*.

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan konglomerasi dan juga perusahaan tunggal yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam rentang tahun 2008-2012. Sampel penelitian yang digunakan sebanyak 19 perusahaan konglomerasi dan 47 perusahaan tunggal. Analisis data yang digunakan adalah regresi data panel menggunakan *fixed effect model* (FEM). Metode pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara efisien subsidi segmen (EFS) terhadap *excess value* dan menunjukkan pengaruh negatif antara inefisien subsidi segmen (IFS) maupun inefisien transfer segmen (ITS) terhadap *excess value*. Sedangkan untuk efisien transfer subsidi (ETS) tidak berpengaruh signifikan terhadap *excess value*. Selain itu penelitian ini juga menambahkan variabel *size*, *leverage*, *liquidity*, dan *profitability* sebagai variabel kontrol. Penelitian ini menunjukkan bahwa dalam perusahaan konglomerasi di Indonesia juga melakukan praktek *internal capital market* dan terbukti berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Kata kunci : diversifikasi, perusahaan konglomerasi, *internal capital market*, *excess value*, kinerja perusahaan, *fixed effect model*.

## MOTTO DAN PERSEMBAHAN

Sebaik-baiknya manusia adalah manusia yang bermanfaat untuk orang lain.

*Don't be a (wo)man of success, but be a wo(man) with value.*

*Success is never ending. Failure is never final.*

- Robert. H. Schuller

*Karya ini kupersembahkan kepada:*

*Eyangku tersayang*

*Orang tuaku tercinta*

*Keluarga besar dan teman-teman*

*yang selalu mendukungku*

## KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, penulis panjatkan puja dan puji syukur kepada Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan karunia-NYA sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan judul “Analisis Praktek Internal Capital Market dalam Perusahaan Konglomerasi dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Perusahaan”. penulisan skripsi ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan untuk studi sarjana S-1 Fakultas Ekonomika dan Bisnis Jurusan Manajemen Universitas Diponegoro.

Penulis ini menyadari bahwa skripsi ini tidak mungkin terselesaikan dnegan baik tanpa adanya dukungan, bimbingan, bantuan, serta doa dari berbagai pihak selama penyusunan skripsi ini. Oleh karena itu, dalam kesempatan ini penulis dengan ketulusan hati mengucapkan terima kasih yang sedalam-dalamnya kepada:

1. Bapak Prof. Drs. H. Mohamad Nasir, M.Si., Akt., Ph. D. selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
2. Bapak Erman Denny Arifianto, S.E, M.M selaku dosen pembimbing yang telah memberikan saran, nasehat, teguran, dukungan, dan motivasi yang membangun sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini.
3. Ibu Sri Rahayu Tri Astuti, S.E, M.M selaku Dosen Wali yang telah memberikan curahan perhatian, dukungan, dan saran dalam perkuliahan.

4. Bapak Ibu Dosen dan seluruh staf pengajar Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas yang telah memberikan bekal ilmu dan pengetahuan yang sangat bermanfaat bagi penulis.
5. Eyangku tersayang, Soetrisno, terimakasih atas segala curahan kasih sayang, perhatian, dan segalanya yang telah diberikan kepada penulis.
6. Kedua orang tuaku tercinta, atas doa dan kasih sayang yang tak terhingga kepada penulis.
7. Adikku Joddy Herlambang dan Faizal Ilham serta seluruh keluarga besar untuk doa dan dukungan kepada penulis.
8. Sahabat-sahabatku SMA: Ayesha, Yora, Indayu serta sahabat-sahabat kampus: Erma, Riris, Hapsa, Fathia, Frisca, Arrum, Santi; keluarga KKN Desa Sigayam atas semangat, doa, dan dukungannya. Semoga tetap bersahabat selamanya.
9. Teman-teman Manajemen Reguler 1 Angkatan 2010, atas kebersamaan, kerjasama yang baik, bantuan, dan dorongannya selama bangku kuliah.
10. Semua pihak yang telah membantu dalam proses penyelesaian skripsi ini yang tidak bisa penulis sebutkan satu per satu.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih jauh dari sempurna, namun kiranya dapat menjadi suatu sumbangan yang berarti dan penulis harapkan adanya saran dan kritik untuk perbaikan di masa mendatang.

Semarang, Juni 2014

Penulis

## DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL .....	i
HALAMAN PERSETUJUAN.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN.....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI.....	iv
<i>ABSTRACT</i> .....	v
ABSTRAK.....	vi
MOTTO DAN PERSEMBAHAN.....	vii
KATA PENGANTAR.....	viii
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL.....	xiii
DAFTAR GAMBAR.....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv
<b>BAB I PENDAHULUAN</b>	
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	12
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian.....	13
1.3.1 Tujuan Penelitian.....	13
1.3.2 Kegunaan Penelitian.....	14
1.4 Sistematika Penulisan.....	14
<b>BAB II TELAAH PUSTAKA</b>	
2.1 Landasan Teori.....	17
2.1.1 Perusahaan Konglomerasi.....	17
2.1.2 Internal Capital Market Theory.....	20
2.1.3 Pentingnya Mengukur Nilai Internal Capital Market.....	20
2.1.4 Pendekatan dan Pengukuran Efisiensi Internal Capital Market.....	23

2.1.4.1 ROA.....	23
2.1.4.2 Fitted Q.....	23
2.1.5 Kinerja Perusahaan.....	25
2.1.6 Kaitan Internal Capital Market dengan Excess Value.....	26
2.2 Penelitian Terdahulu.....	27
2.3 Kerangka Pemikiran.....	31
2.4 Hipotesis Penelitian.....	32
<b>BAB III METODE PENELITIAN</b>	
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel.....	36
3.1.1 Variabel Penelitian.....	36
3.1.2 Definisi Operasional Variabel.....	37
3.1.2.1 Internal Capital Market.....	37
3.1.2.1.1 Subsidi Silang.....	38
3.1.2.1.2 Efisiensi Subsidi Silang.....	40
3.1.2.2 Kinerja Perusahaan.....	41
3.1.2.3 Ukuran Perusahaan (size).....	42
3.1.2.4 Rasio Hutang (leverage).....	43
3.1.2.5 Likuiditas (liquidity).....	43
3.1.2.6 Profitabilitas (profitability).....	43
3.2 Populasi dan Sampel.....	44
3.3 Jenis dan Sumber Data.....	45
3.4 Metode Pengumpulan Data.....	46
3.5 Metode Analisis Data.....	46
3.5.1 Metode Estimasi Model Analisis Regresi Panel.....	46
3.5.1 Metode Common Effect.....	47
3.5.2 Metode Fixed Effect.....	48
3.5.3 Metode Random Effect.....	49
3.5.2 Uji Signifikansi Model.....	50
3.5.3 Uji Normalitas.....	51

3.5.3 Uji Asumsi Klasik.....	54
3.5.1.1 Multikolinieritas.....	54
3.5.1.2 Heteroskedastisitas.....	55
3.5.1.3 Autokorelasi.....	56
3.5.3 Uji Statistik.....	57
<b>BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN</b>	
4.1 Deskripsi Objek Penelitian.....	60
4.1.1 Segmen Subsidi dan Transfer.....	60
4.1.2 Efisiensi Nilai Subsidi dan Transfer Segmen.....	62
4.1.3 Kinerja Perusahaan Konglomerasi.....	64
4.2 Analisis Data.....	65
4.2.1 Uji Pemilihan Model.....	66
4.2.1 Uji Normalitas.....	67
4.2.2 Uji Penyimpangan Asumsi Klasik.....	69
4.2.3 Uji Statistik.....	71
4.3 Intepretasi Hasil.....	79
4.3.1 Analisis Pengaruh EFS terhadap Excess Value.....	79
4.3.2 Analisis Pengaruh IFS terhadap Excess Value.....	80
4.3.3 Analisis Pengaruh ETS terhadap Excess Value.....	81
4.3.4 Analisis PengaruhITFS terhadap Excess Value.....	81
4.3.5 Pengaruh Variabel Kontrol terhadap Excess Value.....	82
<b>BAB V PENUTUP</b>	
5.1 Kesimpulan.....	83
5.2 Keterbatasan.....	84
5.3 Saran.....	85
DAFTAR PUSTAKA.....	87
LAMPIRAN.....	90

## DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 : Data Perusahaan Konglomerat Indonesia Yang Bertahan Lama.....	3
Tabel 1.2 : Data Perusahaan Konglomerat Baru Indonesia.....	4
Tabel 2.1 : Penelitian Terdahulu.....	30
Tabel 3.1 : Kriteria Autokorelasi Durbin-Watson.....	56
Tabel 4.1: Data Subsidi dan Transfer Segmen Anak Perusahaan Konglomerasi.....	61
Tabel 4.2 : Deskriptif Statistik Komponen Internal Capital Market.....	63
Tabel 4.3 : Statistik Deskriptif Kinerja Perusahaan Konglomerasi.....	64
Tabel 4.4 : Hasil Uji Statistik F.....	66
Tabel 4.5 : Hasil Uji Normalitas.....	68
Tabel 4.6 : Hasil Uji Multikolinieritas.....	70
Tabel 4.7 : Ringkasan Hasil Analisis Uji t.....	74
Tabel 4.8 : Ringkasan Hasil Analisis Uji F.....	77

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1: Kerangka Pemikiran Teoritis.....	32
--	----

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran I : Data Perusahaan Konglomerasi.....	91
Lampiran II : Data Perusahaan Tunggal.....	92
Lampiran III: Daftar ICMD index.....	94
Lampiran IV : Data Variabel Penelitian.....	95
Lampiran V: Hasil Analisis Data Panel untuk Pengujian Model.....	104
Lampiran VI : Uji Normalitas.....	106
Lampiran VII : Hasil Perhitungan Uji Multikolinieritas.....	107
Lampiran VIII : Hasil Analisis Regresi dengan Metode Fixed Effect.....	108

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Keunggulan bisnis merupakan salah satu hal yang ingin dicapai oleh setiap perusahaan. Berbagai strategi dipetakan untuk mencapai tujuan dan memperoleh keunggulan bersaing. Ada berbagai macam strategi yang dapat dipilih pada level perusahaan, salah satunya adalah strategi diversifikasi. Menurut Harto (2005), strategi diversifikasi dilakukan sebagai salah satu cara untuk melakukan ekspansi usaha dan memperluas pasar. Diversifikasi adalah 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. Sedangkan menurut Kuncoro (2006), strategi diversifikasi adalah strategi pertumbuhan sebuah korporasi dimana perusahaan memperluas operasionalnya dengan berpindah ke industri yang berbeda.

Menurut Kuncoro (2006) sesungguhnya terdapat dua macam tipe diversifikasi korporasi, tipe pertama yaitu diversifikasi konsentris (*related diversification*) yaitu diversifikasi dengan segmen usaha terkait atau memiliki *core* bisnis yang sama. Pada tipe diversifikasi ini setiap segmen usaha dapat bersinergi dalam bidang teknologi, produk, maupun pasar. Tipe kedua yaitu diversifikasi konglomerat (*unrelated*

*diversification*) yaitu diversifikasi yang memiliki *core* bisnis yang sama sekali berbeda. Biasanya ini untuk mensinergikan keuangan atau laba. Perusahaan yang memiliki bermacam-macam segmen bisnis yang berbeda dan tidak saling berhubungan disebut perusahaan konglomerasi. Perusahaan konglomerasi ini ditandai dengan adanya satu perusahaan yang menjadi induk perusahaan (*holding company*) kemudian memiliki beberapa anak perusahaan yang berada di lebih dari satu macam industri (Harto, 2005).

Terdapat tiga pilihan alternatif strategi yang dapat diambil perusahaan dalam melakukan diversifikasi (Kuncoro, 2006). Pilihan pertama yaitu diversifikasi konsentris yang dapat membangun kepercayaan pemegang saham dengan menambah bisnis strategik yang sesuai dengan perusahaan, mentransfer keahlian dan kemampuan dari suatu bisnis ke bisnis yang lain, berbagai fasilitas dan sumber daya untuk mengurangi biaya, meningkatkan kegunaan dari nama merek yang sudah ada serta mengombinasikan sumber daya untuk menciptakan kekuatan dan keunggulan kompetitif yang baru. Alternatif pilihan kedua yaitu diversifikasi konglomerat yang dapat menguntungkan perusahaan dengan menyebar risiko ke dalam bisnis yang berbeda dan membangun kepercayaan pemegang saham dengan melakukan pekerjaan yang bagus dalam memilih bisnis untuk diversifikasi dan mengontrol seluruh bisnis dalam portofolio perusahaan. Alternatif yang ketiga adalah mencampurkan kedua jenis diversifikasi tersebut, yaitu diversifikasi konsentris dan diversifikasi konglomerat.

Di Indonesia banyak sekali perusahaan yang memiliki lebih dari satu segmen bisnis, hal ini ditandai dengan banyaknya jumlah perusahaan konglomerat di Indonesia. Perusahaan konglomerat ini memiliki lebih dari satu anak perusahaan dibawah perusahaan utamanya (*holding company*). Dalam tabel 1.1 tertera data 16 konglomerat Indonesia yang telah berhasil melalui masa-masa krisis tahun 1998 saat jatuhnya kepemimpinan orde baru.

**Tabel 1.1**  
**Data Perusahaan Konglomerat Indonesia Yang Bertahan Lama**

Nama Perusahaan	Pemilik	Peringkat tahun 2012	Peringkat tahun 1998
Salim Grup	Anthony Salim	1	1
Sinar Mas	Eka Tjipta Widjaja	2	3
Djarum	Budi Hartono	3	9
Lippo	Mochtar Riady	4	5
Gudang Garam	Susilo Wonowidjojo	5	4
Royal Golden Eagle	Sukanto Tanoto	6	25
Bakrie	Aburizal Bakrie	7	17
Wings	Eddy William Katuari	10	94
Aneka Kimia Raya	Haryanto Adikoesoemo	11	79
Gajah Tunggal	Sjamsul Nursalim	12	7
Barito Pasific	Prajogo Pangestu	14	15
JAPFA (Ometraco)	Ferry Teguh Santosa	15	29
Kalbe Farma	Boenjamin Setiawan	16	12
Gobel	Rachmat Gobel	17	32
Panin	Mu'min Ali Gunawan	18	21
Argo Manunggal	The Ning King	20	14

Sumber : Dr. Yuri Sato (dalam: Tribun News, 2013)

Selain nama-nama konglomerat yang telah disebutkan diatas, rupanya saat ini telah bermunculan konglomerat baru yang mewarnai dunia persaingan usaha di Indonesia. Konglomerat tersebut kebanyakan berasal dari bisnis pertambangan, telekomunikasi, ritel, dan media serta penerbangan. Dalam Tabel 1.2 tercatat ada 13 konglomerat baru Indonesia yang berhasil menembus pasar bisnis Indonesia.

**Tabel 1.2**  
**Data Perusahaan Konglomerat Baru Indonesia**

Nama perusahaan	Pemilik	Peringkat tahun 2012	Peringkat tahun 2011
(CT) Para Group	Chairul Tanjung	8	11
Sumber Alfaria	Djoko Susanto	13	21
Bayan Resources	Dato Low Tuck Kwong	26	20
Trikomsel	Sugiono Wiyono Sugialam	30	36
Bhakti Investama	Hary Tanoesoedibjo	32	32
Darmex Agro	Surya Darmadi	35	31
Harum Energi	Kiki Barki	36	34
Lion Air	Rusdi Kirana	37	28
Harita	Lim Hariyanto	38	-
TiPhone Mobile	Henky Setiawan	40	37
Sugar (Makind)	Gunawan Yusuf	43	74
Borneo Rumpun	Samin Tan	50	44
Sriwijaya Air	Chandra Lie	73	-

Sumber : Dr. Yuri Sato (dalam Tribun News, 2013)

Didukung oleh penelitian Harto (2005) yang menyatakan dari keseluruhan sampel yang digunakan, terdapat 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. Bentuk perusahaan tersebut sepertinya telah menjadi suatu ciri khas di kalangan pelaku bisnis di Indonesia khususnya perusahaan yang masuk dalam kategori menengah dan besar.

Sesuai dengan PSAK No. 05 Revisi 2000 perusahaan yang memiliki berbagai segmen usaha dan geografis wajib melakukan pengungkapan jika masing-masing segmen memenuhi kriteria penjualan, aktiva, dan laba usaha yang memenuhi syarat tertentu. Kewajiban pengungkapan laporan keuangan tiap segmen pada perusahaan *go public* merupakan salah satu indikasi banyaknya jumlah perusahaan di Indonesia yang memiliki lebih dari satu segmen.

Motivasi perusahaan untuk melakukan diversifikasi dipengaruhi oleh beberapa faktor, seperti yang disebutkan oleh Kuncoro (2006) motivasi dalam melakukan diversifikasi antara lain (1) untuk mendapatkan manfaat sinergi dari penggunaan asset bersama (*asset sharing*), yang berimplikasi pada *join cost* untuk mendapatkan *cost advantage* (keunggulan biaya). (2) untuk mendapatkan manfaat sinergi dari pengurangan risiko (*risk sharing*) melalui pengembangan produk-produk substitusi untuk tujuan mengatasi risiko dari suatu siklus produk yang menurun. (3) untuk mendapatkan manfaat sinergi dari adanya *fund sharing* yang berimplikasi pada adanya transfer dana dari unit bisnis ke unit bisnis lainnya. Oleh karena itu pilihan terhadap berbagai jenis strategi dikaitkan dengan motivasi perusahaan misalnya apabila untuk *risk sharing* perusahaan dapat memilih *unrelated diversification*,

sementara untuk tujuan *asset sharing* perusahaan memilih related diversification, atau untuk tujuan *sharing fund* perusahaan dapat memilih related dan unrelated diversifikasi.

Terdapat beberapa pandangan yang menyebutkan bahwa diversifikasi mengurangi nilai perusahaan, salah satunya Klein (2001) yang mengungkapkan bahwa perusahaan yang melakukan diversifikasi tidak lebih bernilai, tidak lebih menguntungkan, dan memiliki *leverage* lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang memiliki satu segmen. Hal ini diakibatkan karena adanya konflik *agency cost*. Seperti yang dijelaskan diatas, terdapat perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Manajer ingin terlihat memiliki kinerja yang baik sehingga lebih cenderung mengambil keputusan berdiversifikasi karena berpengaruh dalam peningkatan omset penjualan walaupun *net present value* dari proyek tersebut terkadang negatif, peristiwa ini disebut dengan istilah *diversification discount*. Namun dalam penelitian Harto (2005) menyebutkan kondisi di Indonesia berbeda dengan yang terjadi di barat, konflik keagenan yang sering terjadi yaitu antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Penyebabnya adalah konsentrasi kepemilikan yang sangat terkonsentrasi pada segelintir pemegang saham saja yang menjadikan posisi mereka sangat kuat. Bahkan mereka bisa mengendalikan manajer untuk melakukan kebijakan perusahaan agar sesuai kepentingan mereka, yang berakibat merugikan kepentingan pemegang saham minoritas. Hal lain disebutkan dalam penelitian yang dilakukan oleh Berger dan Ofek (1995) bahwa perusahaan yang melakukan diversifikasi cenderung

melakukan *overinvest*, salah satunya dengan mensubsidi segmen yang berperforma rendah yang kemudian berakibat pada penurunan nilai perusahaan.

Chatterje dan Wernerfelt (1991) menyatakan hal berbeda tentang keputusan diversifikasi. Pihak-pihak yang memandang positif diversifikasi menyatakan bahwa diversifikasi memudahkan koordinasi pada perusahaan yang memiliki banyak divisi yang berbeda yang dapat melakukan transaksi secara internal. Dalam prakteknya, strategi diversifikasi perusahaan memungkinkan untuk melakukan subsidi dan transfer antar segmen yang disebut dengan mekanisme pasar internal (*internal capital market*). Lebih lanjut Berger dan Ofek (1995) menyebutkan keuntungan diversifikasi yaitu adanya pengurangan pajak yang disebabkan oleh *internal capital market* tersebut. Manfaat lain strategi diversifikasi adanya pembagian risiko, semakin banyak segmen yang dimiliki suatu perusahaan maka risiko yang dimiliki akan semakin berkurang. Menurut Martin dan Sayrak (2003), diversifikasi perusahaan juga akan menciptakan nilai dengan mengurangi risiko kegagalan produk, tenaga kerja, dan pasar uang.

Menurut Edorf dan Matz (2012) untuk menentukan nilai rata-rata diversifikasi, terdapat tiga pendekatan empiris. Pendekatan pertama yaitu *cross sectional studies* yang secara langsung menentukan nilai relatif perusahaan diversifikasi dibandingkan dengan perusahaan segmen tunggal, pendekatan kedua yaitu meneliti *event studies* yang menunjukkan bagaimana pasar saham bereaksi pada divestasi dan akuisisi.

Pendekatan yang ketiga mengacu kepada studi pada efisiensi investasi pada *internal capital market* di perusahaan diversifikasi.

Seperti yang telah disebutkan, salah satu kelebihan perusahaan yang melakukan strategi diversifikasi adalah dengan adanya mekanisme pasar internal (*internal capital market*). Bahkan dalam penelitian Erdorf dan Matz (2012) menyebutkan bahwa salah satu motif diversifikasi yang terpenting adalah *internal capital market*. Huang dan Zhou (2012) juga setuju bahwa peran *internal capital market* merupakan salah satu isu penting dalam keuangan perusahaan. Dalam teori diprediksikan terdapat sisi positif dan negatif bagi perusahaan dalam menggunakan *internal capital market*. Pada sisi positif, *internal capital market* memungkinkan perusahaan untuk memperoleh alokasi yang efisien dalam organisasi serta menghindari menggunakan pasar modal eksternal yang memerlukan biaya lebih dan terus berubah sesuai kondisi pasar. Alokasi efisien ini dengan mengalihkan modal dari segmen bisnis yang kurang menguntungkan dalam investasi namun memiliki arus kas yang besar ke segmen bisnis yang kaya dengan nilai investasi yang menguntungkan namun memiliki kesulitan modal.

Martin dan Sayrak (2003) mendukung pernyataan bahwa memiliki *internal capital market* dapat menimbulkan beberapa keuntungan efisiensi bagi perusahaan. Pertama, meningkatkan modal kerja secara internal menjadi lebih murah daripada mencari modal dari pasar eksternal. Perusahaan akan menghindari biaya transaksi

dengan sekuritas, sejalan dengan biaya penanggulangan masalah asimetri informasi yang terjadi saat menjual sekuritas di pasar modal.

Selain itu, dengan pembiayaan internal, manajer perusahaan dapat belajar mengambil keputusan dalam menseleksi proyek, daripada membiarkan keputusan investasi bergantung pada tingkah laku investor yang kurang mengerti tentang perusahaan di pasar modal eksternal. Seperti yang disebutkan Stein (1997), manajer yang memiliki informasi lebih mengenai perusahaan, akan bekerja lebih baik dalam seleksi proyek atau disebut "*winner picking*" yang kemudian akan akhirnya dapat meningkatkan nilai bagi perusahaan. Intinya, *holding company* dapat menempatkan modal dari segmen yang menghasilkan dengan kesempatan investasi yang terbatas kepada segmen lain yang dapat menciptakan nilai yang lebih menguntungkan.

Hal tersebut juga didukung dengan penelitian Billet dan Mauer (2003) yang menyatakan bahwa *internal capital market* dapat membantu anak perusahaan untuk tetap bertahan apabila perusahaan menghadapi kesulitan mendapatkan pendanaan eksternal. Ditambah lagi Argawal, dkk, (2010) dalam penelitiannya menyarankan untuk proyek jangka panjang sebaiknya perusahaan konglomerasi jangan menggunakan pendanaan eksternal, karena apabila proyek jangka panjang dibiayai dengan hutang jangka panjang maka akan meningkatkan risiko yang kemudian mempengaruhi struktur modal perusahaan.

*Internal capital market* menjadi pilihan karena dapat menghemat biaya daripada harus mengakses dana dari pasar modal eksternal. Selain itu, segmen-segmen yang memiliki potensi investasi yang baik namun mengalami kesulitan pendanaan bisa terselamatkan daripada perusahaan segmen tersebut harus berdiri sendiri atau menjadi perusahaan tunggal. Seperti penelitian Billet dan Mauer (2003), karena adanya kewajiban pembayaran dividen (*dividend policy*) bagi pengakses pasar modal eksternal maka akan sulit untuk perusahaan tunggal untuk menghadapi hal tersebut apabila belum memiliki modal dan manajemen yang kuat.

Namun internal capital market juga memiliki sisi negatif, alokasi permodalan internal bisa jadi tidak efisien dengan adanya konflik *agency cost*. Manajer tingkat atas pada perusahaan konglomerasi mungkin mengejar keuntungan pribadi, dan juga negosiasi antar manajer divisi mengenai alokasi modal dan pengembalian investasi menjadi tidak efisien dan mahal (Scharfstein dan Stein, 2000). Hal tersebut juga didukung oleh penelitian Agarwal, dkk (2010) yang menyebutkan bahwa internal capital market tidak berfungsi secara efisien karena adanya perebutan kekuasaan antar divisi. Selain itu kemungkinan perusahaan mensubsidi segmen perusahaan yang memiliki return investasi yang kurang memuaskan dan membuat kehilangan kesempatan investasi di segmen lain dapat memicu turunnya kinerja perusahaan.

Perdebatan mengenai efisiensi internal capital market dalam beberapa penelitian sebelumnya masih belum menunjukkan titik terang mengenai efisien atau tidak efisien kegiatan internal capital market dalam perusahaan konglomerasi. Apabila internal

capital market tidak efisien mengapa banyak perusahaan di Indonesia yang melakukan strategi diversifikasi yang dapat berakibat pada penurunan kinerja perusahaan. Sebaliknya, apabila internal capital market terbukti efisien bagi perusahaan konglomerasi seberapa efisienkah dan apakah hal tersebut berpengaruh terhadap kinerja perusahaan konglomerasi tersebut.

Walaupun telah banyak penelitian yang mengangkat tema diversifikasi, namun nampaknya belum banyak penelitian yang secara langsung menyorot ke *internal capital market*. Padahal seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, *internal capital market* merupakan salah satu motif penting perusahaan dalam melakukan strategi diversifikasi. Oleh karena itu, dalam penelitian ini akan mengukur nilai efisiensi *internal capital market* dalam kegiatan perusahaan konglomerasi yang terdapat di Indonesia. Pertama dengan membedakan segmen dalam perusahaan konglomerasi yang melakukan subsidi dan segmen yang melakukan transfer, kemudian mengukur efisiensi proses subsidi silang dengan pengukuran efisiensi menggunakan pendekatan ROA. Selanjutnya membedakan empat komponen *internal capital market* yaitu efisien subsidi, inefisiensi subsidi, efisien transfer, dan inefisien transfer. Lebih lanjut penelitian ini menghubungkan nilai masing-masing komponen *internal capital market* dengan kinerja perusahaan yang diukur dengan *excess value*. Berdasarkan uraian di atas maka penelitian ini diberi judul **“Analisis Praktek Internal Capital Market dalam Perusahaan Konglomerasi dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Perusahaan”**.

## 1.2 Rumusan Masalah

Adanya pro dan kontra dalam penelitian sebelumnya yang menyebutkan bahwa *internal capital market* telah dilakukan secara efisien yang telah dilakukan oleh Billet dan Mauer (2003) yang menyatakan *internal capital market* dapat dilakukan secara efisien apabila membantu segmen perusahaan dari *financial constrained* dan dapat meningkatkan kinerja perusahaan, sejalan dengan penelitian Huang dan Zhou (2012) yang meneliti perusahaan diversifikasi yang mengalami masa krisis dan terbukti dapat menyelamatkan nilai perusahaan saat masa krisis. Sedangkan menurut Scharfstein dan Stein (2000) menyebutkan bahwa *internal capital market* berfungsi tidak efisien dikarenakan adanya konflik *agency cost*. Sehingga dari adanya *research gap* diatas, perusahaan yang memiliki lebih dari satu segmen terindikasi memiliki praktek *Internal Capital Market*.

Bahwasanya dalam kegiatan *Internal Capital Market* segmen perusahaan dibagi menjadi dua, yaitu subsidi segmen dan transfer segmen yang melakukan proses subsidi silang dari segmen yang kelebihan dana ke segmen yang kekurangan pendanaan. Namun apakah kegiatan subsidi silang antar segmen tersebut telah berjalan secara efisien dan tidak merugikan segmen satu sama lain. Serta pertanyaan selanjutnya yang mengacu pada teori *Internal Capital Market* yang menyebutkan teori pada sisi tidak efisien, *internal capital market* dapat menjadi tidak efisien jika perusahaan *underinvest* di segmen yang berpeluang lebih baik dan *overinvest* di segmen yang berpeluang lebih buruk yang kemudian berdampak negatif terhadap

kinerja perusahaan. Selain itu sesuai dengan tujuan kegiatan *Internal Capital Market*, apakah proses subsidi silang yang dilakukan perusahaan konglomerasi di Indonesia telah mampu meningkatkan kinerja perusahaan konglomerasi.

Maka dari uraian tersebut diatas, permasalahan yang akan dirumuskan dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah subsidi segmen telah dilakukan secara efisien dan akankah berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan konglomerasi di Indonesia?
2. Apakah terdapat pula subsidi segmen yang dilakukan secara tidak efisien dan akankah berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan konglomerasi di Indonesia?
3. Apakah transfer segmen telah dilakukan secara efisien dan akankah berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan konglomerasi di Indonesia?
4. Apakah terdapat pula transfer segmen yang dilakukan secara tidak efisien dan akankah berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan konglomerasi di Indonesia?

### **1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian**

#### **1.3.1 Tujuan Penelitian**

Berdasarkan dari rumusan diatas, penelitian ini bertujuan untuk mendapatkan bukti empiris mengenai:

1. Subsidi segmen yang dilakukan secara efisien berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.
2. Subsidi segmen yang dilakukan secara tidak efisien berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.
3. Transfer segmen yang dilakukan secara efisien berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.
4. Transfer segmen yang dilakukan secara tidak efisien berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

### **1.3.2 Kegunaan Penelitian**

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat secara teoritis dan praktis:

1. Memberikan studi literatur kepada para pembaca mengenai efisiensi relatif *internal capital market* dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan konglomerasi di Indonesia.
2. Memberikan gambaran kepada praktisi khususnya manajer tentang efektifitas relatif *internal capital market* dalam kegunaannya untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

## **1.4 Sistematika Penulisan**

BAB I Pendahuluan, merupakan bentuk ringkas dari keseluruhan isi penelitian dan gambaran permasalahan yang diangkat. Bab ini berisi latar belakang

masalah mengenai banyaknya perusahaan konglomerasi di Indonesia dan adanya indikasi praktek *internal capital market* dalam perusahaan tersebut, rumusan masalah dalam penelitian ini yaitu bagaimana komponen internal capital market berpengaruh terhadap kinerja perusahaan konglomerasi, tujuan penelitian, kegunaan penelitian serta sistematika penulisan.

BAB II Tinjauan Pustaka, menguraikan landasan teori yang menyebutkan bahwasanya praktek subsidi dalam *internal capital market* yang dilakukan secara efisien akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, serta dari sisi inefisien bahwasanya praktek transfer yang dilakukan secara inefisien akan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Penelitian terdahulu yang menyebutkan bahwasanya praktek subsidi akan dilakukan secara efisien akan membantu kinerja perusahaan saat mengalami *financial constrained* maupun saat terjadi krisis ekonomi. Bab ini juga menggambarkan kerangka pemikiran teoritis dan pengembangan hipotesis.

BAB III Metode Penelitian, membahas mengenai variabel penelitian dan definisi operasional penelitian, penentuan sampel, jenis dan sumber data yang digunakan dalam penelitian ini, metode pengumpulan data, dan metode analisis dan mekanisme alat analisis yang digunakan dalam penelitian.

BAB IV Hasil dan Pembahasan, merupakan isi pokok dari keseluruhan penelitian ini. Bab ini menyajikan hasil pengolahan data dan analisis atas hasil pengolahan tersebut.

BAB V Penutup, menyimpulkan hasil penelitian dan saran.

## **BAB II**

### **TELAAH PUSTAKA**

#### **1.1 Landasan Teori**

##### **1.1.1 Perusahaan Konglomerasi**

Perusahaan adalah sebuah asosiasi atau kumpulan orang-orang nyata individu dan atau perusahaan lain, yang masing-masing menyediakan beberapa bentuk modal. Kelompok ini memiliki tujuan yang sama atau fokus dan tujuan untuk mendapatkan keuntungan. Perkumpulan, kelompok atau asosiasi orang dapat dibuat untuk ada dalam bentuk badan hukum dan kemudian perusahaan itu sendiri dianggap sebagai "badan hukum". Nama perusahaan muncul karena, setidaknya awalnya, itu diwakili atau dimiliki oleh lebih dari satu orang yang nyata dan berbentuk badan hukum. Sebuah perusahaan dapat menjadi korporasi, kemitraan, asosiasi, perusahaan saham gabungan, kepercayaan, dana, atau kelompok yang terorganisir orang, baik kelompok atau tidak, dan (dalam kapasitas resmi) setiap penerima, wali amanat dalam kebangkrutan, atau pejabat serupa, atau agen likuidasi, untuk semua yang telah disebutkan sebelumnya.

Perusahaan Konglomerasi merupakan perusahaan yang melakukan strategi diversifikasi korporat, yang diartikan sebagai suatu perusahaan yang mengadakan perluasan dengan memproduksi ragam produk yang berbeda-beda dan beroperasi

pada beberapa pasar (Collins, 1994). Kata konglomerasi berasal dari kata bahasa Inggris yaitu *conglomerate*. Menurut Black Law Dictionary pengertian *conglomerate* berarti "*a corporation that owns unrelated enterprises in wide variety of industry*". Dari pengertian tersebut bisa disimpulkan bahwa konglomerasi merupakan perusahaan yang memiliki hubungan yang berbeda dengan perusahaan-perusahaan dalam beragam jenis industri yang seringkali tidak berkaitan. Di Indonesia selain dengan istilah konglomerasi, juga dikenal dengan perusahaan kelompok, grup perusahaan, atau konsern, yang merupakan terjemahan dari bahasa Belanda yaitu *concern*.

Lebih lanjut August (1999) menyatakan terdapat unsur-unsur yang terdapat dalam perusahaan kelompok, yaitu yang pertama adanya kesatuan dari sudut ekonomi. Dilihat dari segi ekonomi, perusahaan kelompok secara keseluruhan dianggap sebagai suatu kesatuan dimana di dalamnya terdapat perusahaan induk dan perusahaan anak. Kesatuan ekonomi antara perusahaan induk dengan perusahaan anak salah satunya dapat tercipta melalui kepemilikan saham perusahaan induk dalam perusahaan anak. Kemudian dari unsur yang kedua yaitu adanya jumlah jamak secara yuridis. Hubungan-hubungan perusahaan kelompok dapat diartikan sebagai hubungan antara badan-badan hukum. Perusahaan-perusahaan itu berada di bawah pimpinan sentral atau pengurusan bersama atau dapat juga dikatakan bahwa mereka dipimpin secara seragam atau bersama-sama.

Menurut jenis variasi usahanya, Simanjuntak (1996) menyebut bahwa perusahaan kelompok dibagi ke dalam dua kategori, yaitu kelompok vertikal dan kelompok horisontal. Dalam perusahaan kelompok, sifat vertikal ada apabila perusahaan-perusahaan yang terkait di dalam susunan itu merupakan mata rantai dari perusahaan-perusahaan yang melakukan suatu proses produksi, hanya mata rantainya saja yang berbeda. Jadi suatu kelompok usaha menguasai suatu jenis produksi dari hulu ke hilir. Semua perusahaan yang terkait tersebut merupakan suatu kesatuan dalam perusahaan kelompok. Sedangkan dalam perusahaan kelompok horisontal, perusahaan-perusahaan yang terkait di dalam perusahaan kelompok itu ialah perusahaan-perusahaan yang masing-masing bergerak dalam bidang-bidang usaha yang beragam. Jenis usaha yang ditangani dalam perusahaan kelompok horisontal adalah perusahaan yang tidak terkait dan tidak hanya menangani satu jenis produksi, melainkan beberapa jenis industri.

Selain perusahaan kelompok, terdapat juga jenis perusahaan lain yaitu perusahaan tunggal. Perusahaan tunggal (*single segment firm*) menurut Kuncoro (2006) adalah perusahaan yang memfokuskan pada satu bidang usaha utama. Definisi lain yaitu perusahaan yang memilih berkonsentrasi pada satu segmen tertentu. Konsentrasi perusahaan pada *single segment firm* merupakan strategi untuk mengusahakan seluruh sumber daya dan kegiatannya dalam suatu bisnis tertentu.

### 1.1.2 Internal Capital Market Theory

*Internal capital market* merupakan mekanisme pendanaan perusahaan melalui proses subsidi silang antar segmen yang dimana segmen yang memiliki kelebihan arus kas memberi subsidi kepada segmen yang kekurangan arus kas namun memiliki kesempatan investasi yang menguntungkan. Chatterjee dan Wernerfelt (1991) menyebutkan bahwa pihak-pihak yang memandang positif diversifikasi menyatakan bahwa diversifikasi memudahkan koordinasi pada perusahaan yang memiliki banyak divisi berbeda yang dapat melakukan transaksi secara internal. Hal ini yang disebut dengan mekanisme pasar internal (*internal capital market*).

Seperti yang tertulis dalam Erdorf dan Matz (2012), menyebutkan model teoritis *internal capital market* yang digabungkan dari beberapa penelitian terdahulu menyatakan bahwasanya internal capital market memiliki dua sisi yang berbeda, yaitu sisi efisien dan tidak efisien. Pada sisi efisien, subsidi silang ini dapat menjadi efisien apabila dapat membantu perusahaan untuk mengurangi biaya *financial constrained*. Sedangkan pada sisi tidak efisien, *internal capital market* dapat menjadi tidak efisien jika perusahaan *underinvest* di segmen yang berpeluang lebih dan *overinvest* di segmen yang berpeluang lebih buruk.

### 1.1.3 Pentingnya Mengukur Nilai Internal Capital Market

Menciptakan *internal capital market* merupakan salah satu motif diversifikasi yang paling penting. Dalam *internal capital market*, aset segmen dapat digunakan

sebagai jaminan untuk mendapatkan permodalan dari segmen lain, dan arus kas yang dihasilkan oleh satu segmen mungkin dapat digunakan untuk mensubsidi investasi di segmen lain perusahaan.

Dalam penelitian Huang dan Zhou (2012) yang meneliti fungsi *internal capital market* pada perusahaan di Hongkong saat masa krisis, menyebutkan bahwa *internal capital market* secara efisien meningkatkan kinerja perusahaan. Manajer dapat menutupi kesulitan keuangan pada segmen-segmen dengan memberikan bantuan pendanaan dari segmen usaha yang memiliki kelebihan arus kas saat masa krisis, daripada harus mencari pendanaan dari pihak eksternal. Selain itu, segmen yang memiliki arus kas rendah namun memiliki kesempatan investasi yang menguntungkan adalah segmen yang paling membutuhkan subsidi modal dari segmen lain. Hal ini didukung dengan istilah “*winner-picking*” dalam penelitian Stein (1997). Menurutnya, berbeda dengan investor luar yang terdapat di pasar modal eksternal, CEO yang memiliki informasi dari dalam tentang bermacam-macam prospek investasi segmen, kemungkinan akan mampu mengambil keputusan yang tepat kepada segmen mana yang akan menghasilkan keuntungan investasi. Singkatnya, CEO dapat mengalokasikan modal secara lebih efisien dengan memberikan permodalan melalui *internal capital market*.

Gertner, dkk (1994) berpendapat bahwa perbedaan struktur kepemilikan antara pembiayaan proyek secara internal dan eksternal merupakan keuntungan komparatif *internal capital market*, meskipun total efektifitas dalam nilai perusahaan bergantung

pada keuntungan (*higher monitoring incentives, improved asset redeployability*) atau pada biaya (*decreased entrepreneurial incentives*) dalam dominasi *internal capital market* .

Namun dalam beberapa penelitian masih mempertanyakan efisiensi *internal capital market* dan menyebutkan bahwa investasi di perusahaan diversifikasi sebenarnya tidak efisien. Contohnya, Scharfstein dan Stein (2000) mendemonstrasikan bagaimana manajer segmen berperilaku dalam meminjamkan dapat memicu subsidi silang menjadi tidak efisien. Rajan, dkk (2000) menunjukkan bahwa semakin besar diversifikasi dalam kesempatan investasi antar segmen memicu misalokasi *internal capital market* yang lebih besar oleh perusahaan diversifikasi, berdasarkan kekuatan bertahan antar segmen.

Huang dan Zhou (2012) menyebutkan saat terjadi konflik kepentingan dalam perusahaan, *internal capital market* dapat menjadi tidak efisien dan mahal. *Agency cost* dapat pula terjadi pada level manajemen tingkat atas, dimana manajer akan memperoleh peningkatan status dan penghasilan tambahan dengan mendiversifikasikan perusahaannya. Konflik juga dapat terjadi pada level manajer yang lebih rendah, antar divisi yang berbeda atau berbeda tingkat dalam perusahaan konglomerasi. Manajer divisi dengan kesempatan investasi yang rendah mungkin akan memiliki motivasi dengan kepentingan pribadi dengan cara meningkatkan biaya modal saat proses *lobbying*. Lebih lanjut, Wolf (2009) menghubungkan masalah efisiensi *internal capital market* dengan *agency problem* dalam model moral hazard,

darimana ketidakefisienan investasi tergantung pada tiga hal, yaitu : a) kemampuan manajer segmen untuk menghubungkan investasi; b) jumlah kompensasi manajer segmen; dan c) pandangan publik mengenai peluang investasi. Maka dari itu masih dirasa perlu memperhitungkan secara pasti apakah *internal capital market* dapat berfungsi dengan baik dan berpengaruh pada kinerja perusahaan.

#### **1.1.4 Pendekatan dalam Pengukuran Efisiensi Internal Capital Market**

Terdapat beberapa pendekatan yang dapat digunakan dalam pengukuran nilai efisiensi relatif internal capital market. Pendekatan tersebut antara lain menggunakan pengukuran ROA dan pengukuran menggunakan Fitted Q.

##### **1.1.4.1 ROA**

Dalam menganalisis laporan keuangan atas kinerja keuangan suatu perusahaan digunakan perhitungan rasio profitabilitas, salah satunya yaitu *Return On Assets* (ROA). Rasio ini menunjukkan kemampuan dan efisiensi perusahaan atas modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva yang dimiliki untuk menghasilkan laba. ROA dapat dijadikan sebagai indikator untuk mengetahui seberapa mampu perusahaan memperoleh laba yang optimal dilihat dari posisi aktiva.

ROA adalah perbandingan laba bersih dengan jumlah aktiva perusahaan. ROA merupakan rasio keuntungan atau pendapatan bersih sebelum pajak untuk menilai seberapa besar tingkat pengembalian dari aset yang dimiliki oleh perusahaan. Serta untuk mengetahui besarnya laba bersih yang dapat diperoleh dari

operasional perusahaan dengan menggunakan seluruh kekayaannya. Tinggi rendahnya ROA tergantung pada pengelolaan aset perusahaan oleh manajemen yang menggambarkan efisiensi dari operasional perusahaan. Semakin tinggi ROA (mendekati angka 1) maka semakin efisien operasional perusahaan karena setiap aktiva dapat menghasilkan laba. Dengan kata lain semakin tinggi nilai ROA maka semakin baik kinerja keuangan perusahaan tersebut. Apabila laba perusahaan dalam kondisi negatif atau rugi maka akan menyebabkan nilai ROA menjadi negatif. Maka dapat disinyalir bahwa kemampuan dari modal yang diinvestasikan secara keseluruhan dinilai belum mampu untuk menghasilkan laba. Kelebihan menggunakan pengukuran ROA adalah mengukur kesempatan investasi yang menghubungkan efisiensi dari transfer atau subsidi langsung ke performa segmen tersebut dibandingkan dengan segmen lain (Billet dan Mauer, 2003).

#### **1.1.4.2 Fitted Q**

Dalam penelitian Billet dan Mauer (2003) ditambahkan satu lagi yaitu pengukuran efisiensi dengan pendekatan fitted Q. Menurutnya, pendekatan ROA hanya mengukur efisiensi berdasarkan arus kas, yang tidak akan mengukur secara langsung nilai sebenarnya dari subsidi silang atau transfer. Maka diperlukan perhitungan efisiensi berdasarkan Q yang akan membandingkan nilai segmen dalam perusahaan konglomerasi terhadap perusahaan tunggal yang berada dalam satu jenis industri yang sama.

Pada pendekatan ini, pengukuran efisiensi dilakukan dengan mencocokkan (*fit*) Q pada masing-masing segmen perusahaan terhadap perusahaan tunggal yang berada dalam satu jenis industri yang sama. Fitted Q merupakan rasio atas Q, setiap Q akan rasio Q ini merupakan perhitungan atas nilai buku aset yang ditambah dengan perbedaan antara pasar dan nilai buku ekuitas pada nilai buku asset tiap segmen pada perusahaan tunggal dalam industri yang sama. Dalam pendekatan fitted Q ini memiliki kelebihan yaitu dapat mengukur nilai efisiensi berdasarkan karakteristik dari segmen tersebut. Namun pendekatan fitted Q tidak digunakan dalam penelitian ini dikarenakan keterbatasan data perusahaan tunggal yang sesuai.

#### **1.1.5 Kinerja Perusahaan**

Kinerja merupakan sebuah gambaran dalam tingkat pencapaian pelaksanaan suatu kegiatan perusahaan dalam mewujudkan sasaran, tujuan, misi, dan visi organisasi yang tertuang dalam *strategic planning* dalam suatu perusahaan. Menurut Kurniasari (2011) kinerja dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba. Pengukuran kinerja yang dilakukan setiap periode waktu tertentu akan bermanfaat untuk menilai kemajuan yang telah dicapai perusahaan. Selain itu, mengukur kinerja dapat menghasilkan informasi yang nantinya bermanfaat untuk pengambilan keputusan manajemen serta mampu untuk menciptakan nilai perusahaan.

Simanjuntak (2005) mengemukakan kinerja adalah tingkat pencapaian hasil atas pelaksanaan tugas tertentu. Kinerja perusahaan adalah tingkat pencapaian hasil dalam

rangka mewujudkan tujuan perusahaan. Manajemen kinerja adalah keseluruhan kegiatan yang dilakukan untuk meningkatkan kinerja perusahaan atau organisasi, termasuk kinerja masing-masing individu dan kelompok kerja di perusahaan tersebut. Pengukuran kinerja perusahaan dapat dilakukan dengan mengadopsi dari ukuran Berger dan Ofek (1995) yang disebut dengan Excess Value of Firm (EXV). Excess value adalah rasio antara nilai perusahaan yang sebenarnya (*actual value*) dengan nilai yang dimasukkan (*imputed value*). Nilai perusahaan yang sebenarnya merupakan penjumlahan dari total *book value of debt*, *liquidation value of preferred stock* dan *market value of equity*. Sedangkan nilai yang dimasukkan bisa salah satu dari *asset multiple*, *sales multiples*, atau *earnings multiples*.

#### **1.1.6 Kaitan Internal Capital Market dengan Excess Value**

Karena internal capital market itu merupakan salah satu motif diversifikasi yang terpenting maka hal itu sejalan dengan tujuan akhir perusahaan yaitu meningkatkan kinerja perusahaan. Pengukuran kinerja perusahaan dapat dilakukan dengan mengadopsi dari ukuran Berger dan Ofek (1995) yang disebut dengan Excess Value of Firm (EXV). Pengukuran ini telah banyak digunakan oleh beberapa penelitian yang mengukur kinerja perusahaan, seperti penelitian Harto (2005) yang menguji tentang kebijakan diversifikasi perusahaan dan pengaruhnya terhadap kinerja, selain itu ada pula penelitian Huang dan Zhou (2012) yang meneliti efisiensi *internal capital market* dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan saat masa krisis. Menurut Billet dan Mauer (2003), dengan mengetahui nilai dari *internal capital market* maka dapat

secara langsung mengetahui dampaknya terhadap excess value perusahaan, yang dapat dilihat dari beberapa komponen dalam internal capital market.

Dalam teori *internal market* juga memprediksikan transfer yang efisien, yaitu transfer dari segmen yang memiliki kesempatan investasi kurang menguntungkan seharusnya memiliki efek yang positif pada kinerja perusahaan (excess value). Sedangkan sebaliknya, transfer yang tidak efisien yaitu transfer dari segmen yang memiliki kesempatan investasi yang menguntungkan seharusnya memiliki efek negatif terhadap kinerja perusahaan (Billet dan Mauer, 2003).

## 1.2 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian mengenai *internal capital market* telah dilakukan oleh penelitian-penelitian terdahulu. Riset yang telah dilakukan sebelumnya antara lain, sebagai berikut:

- a. **Billet dan Mauer (2003)** meneliti mengenai subsidi silang, *external financing constraints*, dan kontribusi *internal capital market* terhadap nilai perusahaan. Penelitian menguji nilai *internal capital market* menggunakan pendekatan ROA dan fitted Q dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Pengujian dilakukan dengan menggunakan uji regresi *fixed effect model* (FEM). Hasil penelitian menunjukkan bahwa subsidi *internal capital market* yang mengalami *financial constrained* secara signifikan meningkatkan excess value.

- b. **Huang dan Zhou (2012)** meneliti mengenai efisiensi *internal capital market* yang terjadi saat masa krisis. Penelitian ini menguji efisiensi *internal capital market* yang dilakukan perusahaan diversifikasi dan membandingkannya antara saat terjadi krisis ekonomi dan non-krisis. Pengujian menggunakan uji regresi OLS (*ordinary least square*) dan hasil penelitian menunjukkan bahwa *internal capital market* bekerja secara efisien dan berpengaruh secara positif terhadap kinerja perusahaan saat masa krisis.
- c. **Agarwal, dkk (2010)** meneliti mengenai efisiensi *internal capital market* terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan dua panel data yaitu COMPUSTAT dan ACES. Pengujian menggunakan uji regresi *fixed effect model* (FEM). Hasil penelitian menunjukkan bahwa *internal capital market* tidak berfungsi secara efisien dan diversifikasi mengurangi nilai perusahaan.
- d. **Almeida dan Kim (2012)** yang menguji mengenai perilaku investasi yang dilakukan oleh kalangan chaebol (konglomerat) dibandingkan dengan non-chaebol dan pengaruhnya terhadap efisiensi *internal capital market*. Data diambil saat Korea mengalami masa krisis ekonomi dan diuji menggunakan uji statistic Pearson  $X^2$ . Hasil penelitian menunjukkan perilaku investasi meningkat dan menguntungkan sehingga *internal capital market* berfungsi secara efisien.
- e. **Fan, Jin, Zheng (2009)** meneliti pembiayaan dalam grup perusahaan dengan memindahkan *financial constrained* dan pengambilalihan pembiayaan yang mengambil studi kasus di China. Dependen variabel dalam penelitian ini

adalah *internal capital market* dan *financial constrained* sedangkan independen variabel adalah *corporate governance*. Pengujian dilakukan menggunakan uji regresi dan hasil penelitian menunjukkan bahwa pengelolaan *corporate governance* yang baik berpengaruh terhadap efisiensi *internal capital market* serta mengurangi *financial constrained*.

- f. **Harto (2005)** menguji pengaruh diversifikasi korporat terhadap kinerja perusahaan publik yang bergerak di sektor industri property, real estat, infrastruktur dan utilitas serta perdagangan dan jasa yang terdaftar di BEJ tahun 2003-2004. Kinerja perusahaan diukur dengan Excess Value dan diversifikasi menggunakan indeks Herfindahl. Hasil menunjukkan bahwa diversifikasi tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan.
- g. **Berger dan Ofek (1995)** memformulasikan perbedaan operasional antara excess value, kerugian nilai, dan profitabilitas antara perusahaan tunggal dan perusahaan diversifikasi. Model regresi menghubungkan antara dependen variabel yaitu excess value dengan independen variabel yaitu indikator multi segmen, *log of sales*, *EBIT to sales ratio*, dan *capital expenditure to sales ratio*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa diversifikasi mengurangi nilai perusahaan dengan membandingkan perusahaan tunggal dan multi segmen. Kerugian nilai akan berkurang saat perusahaan lebih fokus. *Overinvest* dan subsidi silang menyebabkan kerugian nilai. Namun sebagian nilai yang hilang diganti dengan keuntungan pajak dari diversifikasi.

Untuk dapat memudahkan pemahaman mengenai penelitian terdahulu maka secara lebih sederhana disajikan rangkuman-rangkuman penelitian terdahulu dalam bentuk tabel sebagai berikut :

**Tabel 2.1**  
**Penelitian Terdahulu**

No.	Peneliti	Variabel	Uji Statistik	Hasil Penelitian
1	Billet dan Mauer (2003)	Independen: internal capital market (pendekatan ROA dan pendekatan fitted Q) Dependen: excess value Kontrol : size, leverage, liquidity, profitability	Uji regresi <i>fixed effect model</i> (FEM)	Subsidi internal capital market yang mengalami financial constrained secara signifikan meningkatkan excess value.
2	Huang dan Zhou (2012)	Independen : internal capital market Dependen : nilai perusahaan Kontrol : Tobin'Q, Index Herfindahl, corporate governance (G-index)	Uji regresi OLS ( <i>ordinary least square</i> )	Internal capital market bekerja secara efisien dan berpengaruh secara positif terhadap kinerja perusahaan saat masa krisis.
3	Agarwal, dkk (2010)	Independen: Internal capital market Dependen: Nilai perusahaan Kontrol : jumlah segmen, Index Herfindahl, rasio hutang, ukuran investasi, size	Uji regresi <i>fixed effect model</i> (FEM)	Internal capital market tidak berfungsi secara efisien dan diversifikasi mengurangi nilai perusahaan.
4	Almeida dan Kim (2012)	Independen: Perilaku Investasi Dependen: Internal capital market	Uji statistic Pearson X <sup>2</sup>	Perilaku investasi meningkat dan menguntungkan sehingga internal capital market berfungsi secara efisien.
5	Fan, Jin, Zheng (2009)	Independen: Corporate governance	Uji Regresi	Pengelolaan <i>corporate</i>

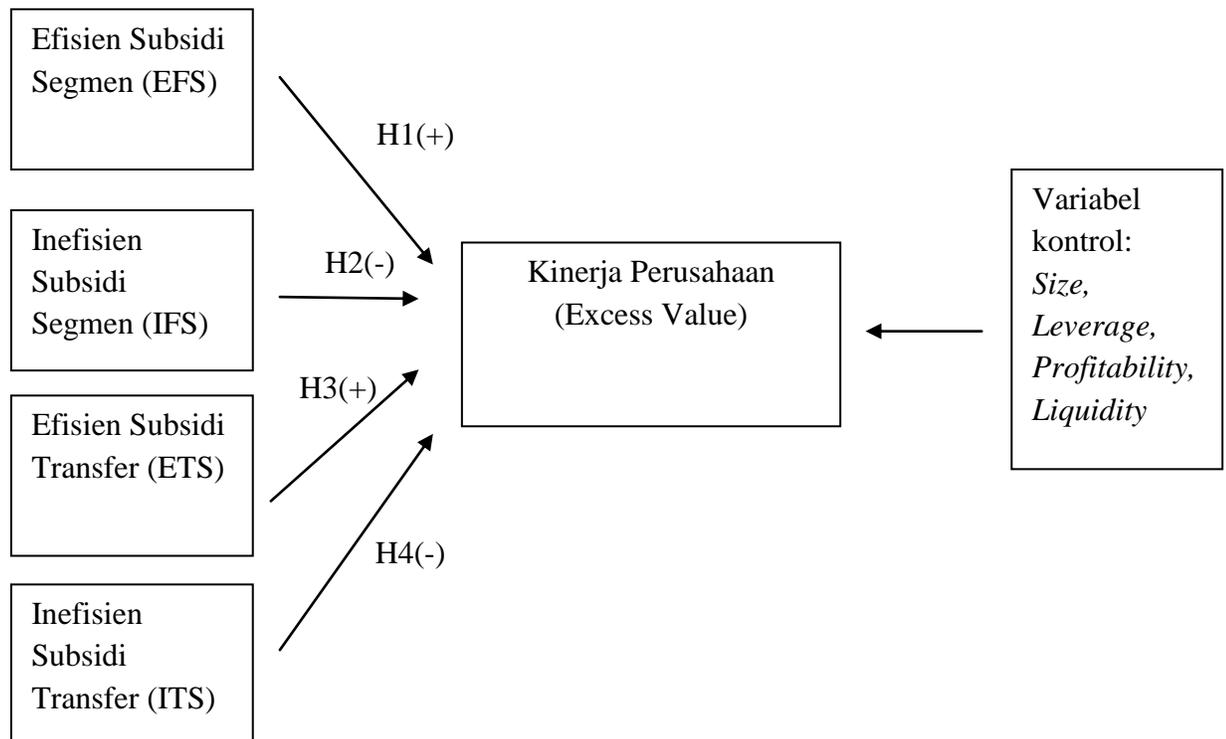
		Dependen: Internal capital market, financial constrained		<i>governance</i> yang baik berpengaruh terhadap efisiensi internal capital market serta mengurangi <i>financial constrained</i> .
6	Harto (2005)	Independen :Diversifikasi korporat Dependen : kinerja perusahaan	Uji regresi berganda	Diversifikasi tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan.
7	Berger dan Ofek (1995)	Independen : indikator multi segmen, log of sales, EBIT to sales ratio, dan capital expenditure to sales ratio Dependen : kinerja perusahaan	Uji regresi berganda	Diversifikasi mengurangi nilai perusahaan sebanyak 13-15% dengan membandingkan perusahaan tunggal dan multi segmen. Overinvest dan subsidi silang menyebabkan kerugian nilai.

Keterangan : *Penelitian terdahulu yang diringkas, 2014*

### 1.3 Kerangka Pemikiran

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui efisiensi dari proses *internal capital market* yang dilakukan perusahaan konglomerasi di Indonesia dan bagaimana pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan. Kerangka pemikiran seperti yang tergambar di bawah ini digunakan untuk memudahkan penelitian serta untuk memperjelas akar pemikiran dalam penelitian.

**Gambar 2.1**  
**Kerangka Pemikiran Teoritis**



#### 1.4 Hipotesis Penelitian

Dalam *internal capital market* terdapat proses subsidi dan transfer antar segmen. Segmen yang kekurangan dana akan membutuhkan dana dari segmen yang memiliki kelebihan dana. Segmen atau anak perusahaan yang membutuhkan dana disebut subsidi segmen, sedangkan segmen yang memiliki kelebihan dana dan memberikan subsidi kepada segmen yang kekurangan dana disebut transfer segmen. *Holding company* harus jeli dalam menentukan segmen mana yang membutuhkan subsidi dan segmen mana yang dapat melakukan transfer sehingga tidak

menimbulkan *overinvest* dan mengurangi kesempatan investasi segmen yang memiliki arus kas baik dengan kesempatan investasi yang menguntungkan. Almeida dan Kim (2012) menyebutkan bahwa perilaku investasi meningkat dan menguntungkan sehingga *internal capital market* berfungsi secara efisien.

Menurut penelitian Billet dan Mauer (2003) proses subsidi silang dalam *internal capital market* terbukti dilakukan secara efisien, sejalan dengan temuan Huang dan Zhou (2012) yang menyatakan bahwa proses subsidi dan transfer dalam *internal capital market* saat masa krisis terbukti lebih aktif dan efisien. Dalam proses subsidi dan transfer, segmen yang diberi subsidi merupakan segmen yang mengalami kekurangan dana dan harus dibantu.

Nilai *internal capital market* akan dibagi menjadi empat komponen perhitungan nilai, yaitu EFS (nilai subsidi segmen efisien), IFS (nilai subsidi segmen tidak efisien), ETS (nilai transfer efisien), dan ITS (nilai transfer tidak efisien). Suatu kegiatan perusahaan bertujuan untuk meningkatkan kinerja perusahaan, termasuk kegiatan *internal capital market*. Perhitungan efisiensi relatif *internal capital market* dihitung per komponen dan akan dijadikan acuan dalam perbandingannya dengan excess value sebagai pengukuran kinerja perusahaan. Dari empat komponen inilah dapat diketahui bahwasanya praktek segmen seperti apa yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan baik secara positif atau negatif.

Proses subsidi yang dilakukan secara efisien pada penelitian Billet dan Mauer (2003) serta Huang dan Zhou (2012) disebutkan dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Maka pengujian hipotesis pertama yang diajukan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

**H1 :Subsidi segmen efisien berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.**

Dalam praktek internal capital market tidak selalu soal efisiensi, ada kalanya perusahaan memberikan pada segmen yang kesulitan pendanaan namun memiliki peluang investasi yang buruk maka hal inilah yang menimbulkan subsidi silang menjadi tidak efisien. Penyelamatan ini menjadi tanda tanya apakah berpengaruh secara positif atau negatif terhadap kinerja perusahaan. Maka hipotesis kedua yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

**H2 :Subsidi segmen tidak efisien berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.**

Segmen yang memberikan suntikan dana kepada segmen yang kekurangan dana disebut transfer segmen. Pada transfer segmen ini memiliki kelebihan dana dan memiliki kesempatan investasi yang buruk maka dananya dapat digunakan untuk mensubsidi segmen yang kekurangan dana namun memiliki kesempatan investasi yang baik maka dapat menghasilkan transfer yang efisien. Maka hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

**H3 :Transfer efisien berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.**

Dalam prakteknya, transfer segmen ini memiliki kelebihan dana dan bisa juga memiliki kesempatan investasi yang baik namun diharuskan perusahaan untuk mengorbankan sebagian dananya untuk mensubsidi segmen yang mengalami *financial constrained* tentu hal ini menjadikan segmen ini mengalami inefisiensi. Sejalan dengan teori *internal capital market* pada sisi tidak efisien, *internal capital market* dapat menjadi tidak efisien jika perusahaan *underinvest* di segmen yang berpeluang lebih dan *overinvest* di segmen yang berpeluang lebih buruk. Maka hipotesis keempat dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

**H4 :Transfer tidak efisien berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.**

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **1.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel**

##### **3.1.1 Variabel Penelitian**

Penelitian ini akan menguji nilai komponen *internal capital market* dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan. Variabel independen (variabel bebas) merupakan variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel dependen (variabel terikat). Perhitungan nilai *internal capital market* beserta empat komponennya yaitu EFS (nilai subsidi segmen efisien), IFS (nilai subsidi segmen tidak efisien), ETS (nilai transfer efisien), dan ITS (nilai transfer tidak efisien) yang digunakan sebagai variabel independen. Variabel dependen (variabel terikat) merupakan variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel independen (variabel bebas). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kinerja perusahaan yang diukur dengan excess value. Selain menggunakan variabel *internal capital market*, penelitian ini juga memasukan variabel kontrol dalam perhitungan regresi. Ada empat variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan (*Size*), rasio hutang (*Leverage*), likuiditas (*Liquidity*), dan profitabilitas (*Profitability*). Variabel kontrol adalah variabel yang dikendalikan atau dibuat konstan sehingga hubungan variabel terikat dan variabel bebas tidak dipengaruhi oleh faktor luar yang tidak diteliti.

### 3.1.2 Definisi Operasional Variabel

#### 3.1.2.1 Internal Capital Market

Dalam mengukur nilai internal capital market terdapat empat komponen dalam perhitungannya, yaitu EFS (nilai subsidi efisien), IFS (nilai subsidi tidak efisien), ETS (nilai transfer efisien), dan ITS (nilai transfer tidak efisien). Penelitian ini menggunakan rumus perhitungan komponen internal capital market Billet dan Mauer (2003), adapun perhitungannya adalah sebagai berikut:

$$EFS = \sum_{i=1}^n \frac{(ROA_i - \overline{ROA})(Subsidy_i)(Positive_i)}{TA}$$

$$IFS = \sum_{i=1}^n \frac{(ROA_i - \overline{ROA})(Subsidy_i)(Positive_{i-1})}{TA}$$

$$ETS = \sum_{i=1}^n \frac{(ROA_i - \overline{ROA})(Transfer_i)(1-Positive_i)}{TA}$$

$$ITS = \sum_{i=1}^n \frac{(ROA_i - \overline{ROA})(Transfer_i)(Positive_i)(-1)}{TA}$$

Keterangan :

$ROA_i$  = Return on Assets pada segmen ke-i

$\overline{ROA}$  = persamaan rata-rata asset tertimbang ROA segmen ke-i, yang dihitung dengan laba sebelum pajak segmen dibagi dengan bobot segmen dikali total aset holding.

$Subsidy_i$  = jumlah subsidi yang dihitung segmen ke-i

Positive<sub>i</sub> = variabel indikator perhitungan ROA segmen ke – i,  
dimana Positive<sub>i</sub> = 1, bila  $ROA_i > \overline{ROA}$  dan Positive<sub>i</sub> = 0,  
bila  $ROA_i < \overline{ROA}$

TA = total aset holding

Transfer<sub>i</sub> = perhitungan jumlah transfer pada segmen ke – i

Untuk lebih menyederhanakan perhitungan empat komponen diatas terdapat dua komponen kunci untuk melakukan perhitungan nilai internal capital market yaitu subsidi silang (*cross subsidies*) dan efisiensi subsidi silang. Perhitungan komponen tersebut adalah sebagai berikut:

### 3.1.2.1.1 Subsidi silang

Proses subsidi silang dalam *internal capital market* dibedakan menjadi dua, yaitu subsidi dan transfer. Perbedaan antara segmen yang melakukan subsidi dan transfer menggunakan ATCF (*after tax cash flow*) dan CAPEX (*capital expenditure*). Perbedaannya adalah sebagai berikut:

Subsidi, jika  $ATCF_i \leq CAPEX_i$

Transfer, jika  $ATCF_i \geq CAPEX_i$

Untuk menghitung nilai subsidi menggunakan pendekatan dari Billet dan Mauer (2003), Huang dan Zhou (2012) sebagai berikut:

$$\text{Subsidy}_{ij} = \text{CAPEX}_{ij} - \text{ATCF}_i$$

$$\text{ATCF}_{ij} = (\text{EBIT}_{ij} - I_{ij} - T_{ij} + D_{ij})$$

Keterangan:

$\text{CAPEX}_{ij}$  = *capital expenditures* segmen ke-i pada perusahaan j pada pelaporan segmen perusahaan, atau dihitung dengan total aset tetap<sub>t</sub> – total aset tetap<sub>t-1</sub>

$\text{ATCF}_i$  = arus kas setelah pajak segmen ke-i perusahaan j

$\text{EBIT}_{ij}$  = laba sebelum pajak segmen ke-i perusahaan j

$I_{ij}$  = pengeluaran bunga segmen ke-i perusahaan j

$T_{ij}$  = pajak segmen ke-i perusahaan j

$D_{ij}$  = pengeluaran depresiasi segmen ke-i perusahaan j

Segmen yang memberikan dana kepada subsidi segmen disebut transfer segmen, maka segmen tersebut memiliki nilai  $\text{ATCF} \geq \text{CAPEX}$ . Rumus transfer menggunakan perhitungan sebagai berikut:

$$\text{Transfer}_i = \min\left(\frac{P\text{Transfer}_i}{\sum_{i=1}^n P\text{Transfer}_i} (\sum_{i=1}^n \text{Subsidy}_i)\right)$$

$$P\text{Transfer}_i = \max(\text{ATCF}_i - w_i \text{DIV}_j - \text{CAPEX}_i, 0)$$

Keterangan:

$P\text{Transfer}_i$  = transfer potensial segmen ke-i

$\text{DIV}_j$  = pembayaran dividen perusahaan ke-j

$w_i$  = bobot aset dari transfer segmen ke-i, dihitung dari rasio aset segmen ke-i pada jumlah keseluruhan aset dari transfer segmen pada aset segmen yang memiliki nilai  $ATCF \geq CAPEX$

$CAPEX_i$  = capital expenditure segmen ke-i

### 3.1.2.1.2 Efisiensi Subsidi Silang

Setelah mengetahui jumlah subsidi dan transfer dalam *internal capital market*, maka perlu mengidentifikasi efisiensi dari subsidi dan transfer tersebut. Dalam penelitian ini untuk mengukur efisiensi menggunakan pendekatan ROA, perhitungan ROA yaitu:

$$ROA = \frac{\text{laba sebelum pajak}}{\text{total aset}}$$

Kemudian nilai ROA dibandingkan dengan  $\overline{ROA}$ , dimana  $\overline{ROA}$  merupakan persamaan rata-rata asset tertimbang ROA pada *remaining segment* yang dihitung dengan:

$$\overline{ROA} = \frac{\text{laba sebelum pajak}}{\text{bobot segmen} \times \text{total aset}}$$

Bobot segmen = aset segmen ke-i dibagi dengan total aset holding

Subsidi dikatakan efisien apabila  $ROA_i > \overline{ROA}$ . Sebaliknya, subsidi dikatakan tidak efisien bila  $ROA_i < \overline{ROA}$ . Kontribusi efisiensi subsidi dapat diukur menggunakan  $(ROA_i - \overline{ROA}) \times (\text{Subsidi}_i) > 0 (<0)$ . Identifikasi transfer merupakan kebalikan dari subsidi, yaitu transfer dikatakan efisien apabila  $ROA_i < \overline{ROA}$ . Sebaliknya, transfer

dikatakan tidak efisien bila  $ROA_i > \overline{ROA}$ . Kontribusi efisiensi transfer dapat diukur dengan  $(\overline{ROA} - ROA_i) \text{ (Transfer)} > 0 (<0)$ . Sehingga menghasilkan variabel indikator sebagai berikut :

Positive<sub>i</sub> = 1, jika  $ROA_i > \overline{ROA}$

Positive<sub>i</sub> = 0, jika  $ROA_i \leq \overline{ROA}$

### 3.1.2.2 Kinerja Perusahaan

Pengukuran kinerja perusahaan menggunakan ukuran Excess Value yang dikembangkan oleh Berger dan Ofek (1995). Excess Value merupakan selisih kinerja perusahaan diversifikasi dibandingkan dengan perusahaan tunggal. Nilai Exval yang positif berarti perusahaan yang melakukan kinerja lebih tinggi dari perusahaan tunggal dan nilai exval yang negatif menunjukkan kinerja perusahaan yang lebih rendah. Nilai kinerja ini didapatkan dari dengan membagi nilai perusahaan sesungguhnya (*market capitalization*) dengan nilai yang sudah disesuaikan dengan pengaruh industri yang disebut dengan *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 perusahaan individu yang independen (Harto, 2005). Perhitungan model excess value menggunakan natural logaritma rasio excess value yang dirumuskan sebagai berikut:

$$EXV = \ln\left(\frac{MC}{IV}\right)$$

Keterangan:

MC = *Market capitalization* (nilai pasar ekuitas saham + nilai buku hutang)

IV = Imputed Value, dirumuskan dengan:

$$IV_{j,t} = \sum_{i=1}^n \text{segsales} * \text{ind} (\text{market} / \text{sales}) j$$

Keterangan:

Segsales = penjualan masing-masing segmen

Ind (market/sales) = rasio median dari *market capitalization* terhadap penjualan untuk perusahaan tunggal yang memiliki kode ICMD index yang sama.

### 3.1.2.3 Ukuran Perusahaan (*Size*)

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya perusahaan yang ditunjukkan oleh total aktiva, total penjualan, rata-rata tingkat penjualan dan rata-rata total aktiva. Semakin besar ukuran perusahaan, kelebihan modal dalam perusahaan dapat diversifikasikan sehingga akan meningkatkan kinerja perusahaan dan mengurangi risiko. Dalam penelitian ini ukuran perusahaan ditunjukkan melalui logaritma total aktiva yang diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{SIZE} = \text{Log}(\text{Total Asset})$$

### 3.1.2.4 Rasio Hutang (Leverage)

Rasio leverage adalah rasio-rasio yang dimaksudkan untuk mengukur sampai seberapa jauh aktiva perusahaan dibiayai dengan utang (*debt to total assets ratio, net worth to debt ratio, dll*). Rasio leverage digunakan untuk menjelaskan penggunaan utang untuk membiayai sebagian dari aktiva perusahaan. Pembiayaan dengan utang mempunyai pengaruh bagi perusahaan karena utang mempunyai beban yang bersifat tetap. Rasio leverage yang digunakan dalam penelitian ini adalah *debt to total assets ratio*.

$$\text{LEV} = \frac{\text{total hutang}}{\text{total aset}}$$

### 3.1.2.5 Likuiditas (Liquidity)

Variabel kontrol lain yang digunakan adalah rasio likuiditas. Rasio ini digunakan untuk mengetahui kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban-kewajiban jangka pendeknya. Rasio likuiditas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *cash dan market securities to total assets ratio*.

$$\text{LIQD} = \frac{\text{cash} + \text{marketable securities}}{\text{total assets}}$$

### 3.1.2.6 Profitabilitas (profitability)

Rasio ini untuk mengukur efisiensi perusahaan dalam mengelola aktiva, baik total aktiva maupun yang dipisahkan antara aktiva lancar datau aktiva tetap. Dengan rasio ini dapat diketahui apakah perusahaan selama suatu periode telah

menggunakan aktiva secara efektif atau tidak, dengan melihat besar kecilnya perusahaan (Kuswadi, 2004). Semakin tinggi perputaran aktiva maka semakin kecil investasi yang diperlukan untuk menghasilkan laba. Rasio profitabilitas yang digunakan adalah rasio pendapatan atas aktiva (*assets turn over*).

$$\text{PROF} = \frac{\text{EBITD}}{\text{total aset}}$$

### 3.2 Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang termasuk dalam kategori perusahaan multi segmen yang tidak saling berhubungan atau disebut perusahaan konglomerasi dan juga perusahaan tunggal di satu industri yang sama dengan anak perusahaan konglomerasi yang seluruhnya terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia). Sedangkan pemilihan sampel dalam penelitian ini ditentukan dengan metode *purposive sampling* yang berarti bahwa sampel yang dipilih berdasarkan kriteria-kriteria tertentu sesuai dengan tujuan penelitian.

Adapun kriteria-kriteria perusahaan yang dijadikan sampel antara lain:

- a) Perusahaan yang memiliki minimal dua segmen atau lebih yang tidak saling berhubungan dan diklasifikasikan berdasarkan ICMD index yang terdaftar dalam golongan A dan B, serta bukan termasuk dalam industri keuangan dan konstruksi (golongan C) yang terdaftar di BEI

(Bursa Efek Indonesia) dan telah mempublikasikan laporan keuangan secara berturut-turut selama periode 2008-2012.

- b) Perusahaan tunggal dalam satu industri yang sama dan memiliki kode ICMD index yang sama dengan segmen perusahaan konglomerasi yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) dan telah mempublikasikan laporan keuangan secara berturut-turut selama periode 2008-2012.
- c) Memiliki data laporan keuangan konsolidasian dan pengungkapan laporan segmen yang lengkap selama periode 2008-2012.

### **3.3 Jenis dan Sumber Data**

Jenis data yang digunakan pada penelitian ini merupakan data sekunder yaitu laporan keuangan perusahaan yang diambil dari laporan konsolidasian tahunan perusahaan yang telah diaudit dan dipublikasikan. Data diperoleh antara lain dari:

- a) Bursa Efek Indonesia, [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id),
- b) ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*).

### **3.4 Metode Pengumpulan Data**

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi dan studi kepustakaan. Metode dokumentasi yaitu mempelajari catatan-catatan perusahaan yang terdapat di dalam laporan keuangan perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Sedangkan metode kepustakaan yaitu data diperoleh dengan cara:

- a) Penelusuran data secara manual untuk data dalam format kertas hasil cetakan. Data yang disajikan dalam format kertas hasil cetakan antara lain berupa jurnal, buku, tesis, skripsi, makalah, dan artikel.
- b) Penelusuran dengan menggunakan komputer untuk data dalam format elektronik. Data yang disajikan dalam format elektronik ini antara lain berupa katalog perpustakaan, laporan-laporan BEI, dan situs internet.

### 3.5 Metode Analisis Data

Penelitian ini bertujuan untuk menguji nilai efisiensi internal capital market dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan konglomerasi. Fokus analisis dalam penelitian ini adalah regresi dengan data panel. Data panel (*pooled data*) yaitu jenis data yang merupakan gabungan antara runtut waktu dengan data seksi silang (Widarjono, 2013).

Model regresi data panel memasukkan unsur *cross section* dan *time series* di dalam persamaan. Ketika unit *cross section* memiliki jumlah yang sama dengan observasi *time series* maka data tersebut disebut *balanced panel*. Ketika jumlah observasi berbeda antar anggota panel maka disebut *unbalanced panel* (Ghozali, 2006). Model regresi panel pada penelitian ini adalah:

$$EV_{it} = b_0 + b_1 EFS_{it} + b_2 IFS_{it} + b_3 ETS_{it} + b_4 ITS_{it} + b_5 size_{it} + b_6 lev_{it} + b_7 liq_{it} + b_8 prof_{it} + e_{it}$$

Dimana  $i$  adalah unit *cross section* yang menunjukkan jenis objek penelitian (segmen perusahaan) dan  $t$  adalah unit *time series* yang menunjukkan waktu (tahun). Estimasi terhadap model regresi panel dilakukan tergantung asumsi yang dibuat terhadap intersep, koefisien slope, dan *error term* ( $e$ ) (Widarjono, 2013). Beberapa asumsi yang muncul adalah sebagai berikut:

1. Intersep dan koefisien slope adalah tetap sepanjang waktu dan individu serta perbedaan intersep dan slope dijelaskan oleh variabel gangguan.
2. Slope adalah tetap, tetapi intersep berbeda antar individu.
3. Slope adalah tetap, tetapi intersep berbeda baik antar waktu maupun antar individu.
4. Intersep dan slope berbeda antar individu.
5. Intersep dan slope berbeda waktu dan antar individu.

Berdasarkan asumsi-asumsi yang telah disebutkan, terdapat tiga metode yang biasa digunakan untuk melakukan model estimasi data panel, yaitu pooled OLS model (*ordinary least square*) atau dikenal sebagai *common effect*, *fixed effect model* (FEM), dan *random effect model* (REM).

### **3.5.1 Metode Estimasi Model Analisis Regresi Panel**

#### **3.5.1.1 Metode Common Effect (Pooled Ordinary Least Square)**

Teknik yang paling sederhana dalam melakukan estimasi model analisis regresi panel adalah *common effect*. Dalam metode ini, kombinasi data *time series*

dan *cross section* digabungkan tanpa melihat perbedaan antar waktu dan individu, dengan kata lain koefisien tetap antar waktu dan individu. Adapun model persamaan regresi *pooled ordinary least square* dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$EV_{it} = b_0 + b_1 EFS_{it} + b_2 IFS_{it} + b_3 ETS_{it} + b_4 ITS_{it} + b_5 size_{it} + b_6 lev_{it} + b_7 liq_{it} + b_8 prof_{it} + e_{it}$$

### 3.5.1.2 Metode Fixed Effect (Least Square Dummy Variable)

Penggunaan asumsi bahwa intersep maupun slope adalah sama baik antar waktu dan objek merupakan kelemahan dari metode *common effect*. Salah satu cara yang paling sederhana dalam mengatasi kelemahan tersebut adalah penggunaan asumsi bahwa intersep adalah berbeda antara objek sedangkan slope tetap sama antar objek. Apabila dituliskan dalam bentuk persamaan, maka akan menjadi sebagai berikut:

$$EV_{it} = b_{0i} + b_1 EFS_{it} + b_2 IFS_{it} + b_3 ETS_{it} + b_4 ITS_{it} + b_5 size_{it} + b_6 lev_{it} + b_7 liq_{it} + b_8 prof_{it} + e_{it}$$

Dalam persamaan diatas ditambahkan subskrip *i* pada intersep ( $b_0$ ) untuk menunjukkan adanya perbedaan intersep diantara objek (tahun). Model tersebut kemudian dinamakan model *fixed effect* dimana didalam model menggunakan asumsi perbedaan intersep. Teknik dalam metode ini adalah penggunaan variabel dummy (semu) untuk menangkap adanya perbedaan intersep dalam mengestimasi data panel. Sehingga metode ini seringkali disebut dengan least square dummy variable (LSDV)

(Widarjono, 2013). Model estimasi dengan variabel dummy pada penelitian ini dapat ditulis sebagai berikut:

$$EV_{it} = b0_i + b1 EFS_{it} + b2 IFS_{it} + b3 ETS_{it} + b4 ITS_{it} + b5 size_{it} + b6 lev_{it} + b7 liq_{it} + b8 prof_{it} + b9D1_i + b10D2_i + b11D3_i + b12D4_i + e_{it}$$

#### Keterangan

D1 = 1 untuk tahun 2009 dan 0 untuk tahun lainnya

D2 = 1 untuk tahun 2010 dan 0 untuk tahun lainnya

D3 = 1 untuk tahun 2011 dan 0 untuk tahun lainnya

D4 = 1 untuk tahun 2012 dan 0 untuk tahun lainnya

Pada penelitian ini menggunakan variabel dummy tahun (period). Terdapat lima tahun penelitian, namun diperlukan empat variable dummy untuk mengetahui perbedaan intersep antar empat tahun tersebut. Satu tahun pertama yaitu 2008, dijadikan sebagai tahun pembanding dan dummy untuk 2008 tidak diperlukan.  $b_0$  pada persamaan diatas menunjukkan intersep untuk tahun 2008.  $b_9$ ,  $b_{10}$ ,  $b_{11}$ , dan  $b_{12}$  merupakan intersep untuk tahun 2010, 2011, dan 2012.

### 3.5.1.3 Metode Random Effect

Random effect model atau model efek acak digunakan untuk mengatasi kelemahan pada model efek tetap (LSDV) dengan penggunaan variabel semu yang mengakibatkan pada berkurangnya derajat kebebasan (*degree of freedom*), yang menyebabkan berkurangnya efisiensi parameter. Pada metode ini diasumsikan setiap individu memiliki perbedaan intersep dan intersep tersebut merupakan variabel random atau stokastik.

## 3.5.2 Uji Signifikansi Model

Dalam Widarjono (2013) disebutkan terdapat tiga macam uji yang dapat dilakukan untuk melihat metode mana yang paling tepat antara *common effect*, *fixed effect*, atau *random effect*.

### 3.5.2.1 Uji Statistik F (Common Effect vs Fixed Effect)

Uji statistik F digunakan untuk melihat manakah diantara teknik *common effect* dan *fixed effect* yang lebih tepat digunakan untuk melakukan regresi data panel dalam penelitian ini. Dalam Widarjono (2013) dijelaskan bahwa uji ini berdasarkan pada apakah penambahan variabel *dummy* tepat dilakukan pada sebuah model penelitian, mengingat apakah penambahan variabel tersebut menyebabkan penurunan residual *sum of square* atau tidak. Uji F dilakukan setelah sebelumnya melakukan estimasi model dengan menggunakan *common* dan *fixed effect* dan kemudian

mensubstitusikan *sum of squared residuals* (SSR) dari hasil estimasi common dan fixed effect ke dalam persamaan sebagai berikut:

$$F_{\text{stat}} = \frac{SSR_R - SSR_U / q}{SSR_U (n - k)}$$

Keterangan:

$F_{\text{stat}}$  = F statistik

$SSR_R - SSR_U$  = *Sum of squared residuals* hasil estimasi common effect

$SSR_U$  = *Sum of squared residuals* hasil estimasi fixed effect

q = Jumlah restriksi dalam metode common effect

n = Jumlah observasi

k = Jumlah parameter dalam model fixed effect

Hasil perhitungan F-statistik kemudian dibandingkan dengan nilai F-kritis pada tabel distribusi F dengan *degree of freedom* sebanyak q untuk numerator dan n – k untuk denominator. Hipotesis yang digunakan dalam uji statistic F adalah sebagai berikut:

H0 : Model *common effect*

H1 : Model *fixed effect*

Kriteria yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Jika F-statistik  $< F$  kritis maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak, artinya model *common effect* lebih tepat dibandingkan model *fixed effect*.
2. Jika F-statistik  $> F$  kritis maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima, artinya model *fixed effect* lebih tepat dibandingkan model *common effect*.

### 3.5.2.2 Uji Lagrange Multiplier – LM (Common Effect vs Random effect)

Uji kedua dikembangkan oleh Breusch-Pagan untuk melihat mana yang lebih baik diterapkan antara model *common effect* atau *random effect*. Uji ini disebut juga dengan uji *lagrange multiplier* (LM). Uji LM didasarkan pada nilai residual dari metode *common effect* (OLS).

Disebutkan dalam Nur Ali (2013) bahwa uji LM ditempuh ketika hasil uji signifikansi F menunjukkan model yang dipakai yaitu model *common effect*, sedangkan pada uji Hausman menunjukkan model *random effect*. Dalam kasus seperti itu, barulah uji LM digunakan untuk memilih yang paling tepat di antara *common effect* dan *random effect*. Dengan kata lain, apabila pada uji F dan uji Hausman menunjukkan model *fixed effect*, maka uji LM tidak perlu dilakukan.

### 3.5.2.3 Uji Hausman (Fixed Effect vs Random Effect)

Dalam uji Hausman, terdapat dua hal yang menjadi pertimbangan yaitu: (1) ada tidaknya antara korelasi *error terms* ( $e_{it}$ ) dan variabel independen. Jika diasumsikan terdapat korelasi antara  $e_{it}$  dengan variabel independen, maka *fixed effect*

lebih tepat; (2) jika sampel penelitian hanya sebagian kecil dari populasi, maka *error term* ( $e_{it}$ ) akan bersifat random sehingga *random effect* lebih tepat. Uji yang digunakan yaitu uji Hausman (Widarjono, 2013).

Uji Hausman mengikuti distribusi statistik *chi-square* ( $\chi^2$ ) pada *degree of freedom* sebanyak  $k$  (jumlah variabel independen). Uji dilakukan dengan membandingkan nilai  $\chi^2$ -statistik yang diperoleh dari uji Hausman dengan nilai  $\chi^2$ -kritis pada tabel distribusi  $\chi^2$ . Adapun hipotesisnya yaitu:

$H_0$  : Model *random effect*

$H_1$  : Model *fixed effect*

Kriteria yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Jika  $\chi^2$ -statistik  $<$   $\chi^2$ -kritis maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak, artinya model *random effect* lebih tepat dibandingkan model *fixed effect*.
2. Jika  $\chi^2$ -statistik  $>$   $\chi^2$ -kritis maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima, artinya model *fixed effect* lebih tepat dibandingkan model *random effect*.

### 3.5.3 Uji Normalitas

Sebelum melakukan analisis, sebuah data harus dilihat apakah terdistribusi secara normal atau tidak. Widarjono (2013) menyebutkan bahwa sebuah analisis hanya akan valid apabila data terdistribusi normal. Jarque-Bera (JB) adalah uji

statistik dalam Eviews untuk mengetahui apakah data telah terdistribusi normal. Uji ini mengukur perbedaan *skewness* dan kurtosis data. Nilai statistik JB mengikuti nilai kritis *chi square* ( $\chi^2$ ) dengan *degree of freedom* sebesar  $n-k$ , dimana  $n$  adalah jumlah observasi dan  $k$  adalah jumlah variabel dependen dan independen. Hipotesis dalam uji normalitas adalah sebagai berikut:

$H_0$  : Data terdistribusi normal

$H_1$  : Data tidak terdistribusi normal

Dimana kriteria yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Jika nilai  $JB < \chi^2$ -kritis maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak, artinya data terdistribusi normal.
2. Jika nilai  $JB > \chi^2$ -kritis maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima, artinya data tidak terdistribusi normal.

Selain melihat nilai JB, uji normalitas juga dapat dilihat dari nilai probabilitas  $\rho$  signifikan atau lebih kecil dari 5% maka  $H_0$  ditolak, artinya data tidak terdistribusi secara normal. Sebaliknya jika nilai probabilitas  $\rho$  lebih besar dari 5% maka  $H_0$  diterima, artinya data terdistribusi normal (Widarjono, 2013).

#### 3.5.4 Uji Asumsi Klasik

Dalam analisis regresi korelasi diperlukan berbagai asumsi agar model dapat digunakan sebagai alat asumsi yang baik.. Nilai tersebut akan terpenuhi jika hasil uji

asumsi klasiknya memenuhi asumsi normalitas, serta tidak terjadi heteroskedastisitas, autokorelasi, dan multikolinieritas.

#### 3.5.4.1 Uji Multikolinieritas

Multikolinieritas adalah kondisi adanya hubungan linier antarvariabel independen. Karena melibatkan beberapa variabel independen, maka multikolinieritas tidak akan terjadi pada persamaan regresi sederhana. Namun perlu diketahui indikasi multikolinieritas, menurut Widarjono (2013) kondisi terjadinya multikolinieritas ditunjukkan dengan berbagai informasi antara lain: nilai  $R^2$  tinggi tetapi variabel independen banyak yang tidak signifikan, koefisien korelasi antarvariabel independen tinggi, atau menguji dengan regresi auxiliary (F), jika nilai  $F_{hitung} > F_{kritis}$  pada  $\alpha$  dan derajat kebebasan tertentu, maka model mengandung unsur multikolinieritas.

#### 3.5.4.2 Uji Heteroskedastisitas

Tujuan uji heteroskedastisitas adalah untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya (Ghozali, 2006). Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas, yaitu jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya tetap. Dalam kenyataannya, nilai residual sulit memiliki varian yang konstan. Hal ini sering terjadi pada data yang bersifar data silang (cross section) dibanding dengan runtut waktu (Widarjono, 2013). Ada beberapa metode yang digunakan untuk mengidentifikasi

masalah heteroskedastisitas, yaitu antara lain: metode grafik, uji park, uji glejser, uji korelasi spearman, uji goldfield-quandt, uji bruesch-pagan-godfrey, dan uji white.

### 3.5.4.3 Uji Autokorelasi

Autokorelasi (*autocorrelation*) adalah hubungan antara residual satu observasi dengan residual observasi lainnya. Asumsi dalam penggunaan model OLS adalah tidak adanya autokorelasi yang dinyatakan dengan  $E(e_i e_j) = 0$  dan  $i \neq j$ , sedangkan apabila ada autokorelasi dilanmbangkan dengan  $E(e_i e_j) \neq 0$  dan  $i \neq j$ . Perlu dilakukan uji untuk mengetahui ada tidaknya masalah autokorelasi dalam model, yaitu dengan uji Durbin Watson atau uji Breusch-Godfrey. Uji Durbin-Watson merupakan salah satu uji yang banyak dipakai untuk mengetahui ada tidaknya autokorelasi. Ada tidaknya autokorelasi dapat dideteksi dengan membandingkan nilai DW-statistik dengan nilai DW-kritis pada tabel distribusi Durbin-Watson.

**Tabel 3.1**

#### **Kriteria Autokorelasi Durbin-Watson**

Hipotesis nol	Keputusan	Jika
Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < dL$
Tidak ada autokorelasi positif	Tidak dapat diputuskan	$dL \leq d \leq dU$
Tidak ada autokorelasi negatif	Tolak	$4-dL < d < 4$
Tidak ada autokorelasi negatif	Tidak dapat diputuskan	$4-dU \leq d \leq 4-dL$
Tidak ada autokorelasi, positif atau negatif	Tidak ditolak	$dU < d < 4-dU$

Sumber : Ghozali (2006)

### 3.5.5 Uji Statistik

#### 3.5.5.1 Uji Statistik t

Ghozali (2006) menjelaskan bahwa uji t merupakan pengujian yang digunakan untuk melihat signifikansi antar variabel dan juga menguji secara individu pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Pada uji statistik t ini, terdapat dua hipotesis yaitu sebagai berikut:

1.  $H_0$  :  $\beta = 0$ , ketika suatu parameter ( $\beta$ ) bernilai 0 berarti variabel independen bukan penjelas yang signifikan dari variabel dependen. Dengan kata lain, tidak ada pengaruh linier antara variabel independen dan variabel dependen.
2.  $H_1$  :  $\beta \neq 0$ , ketika suatu parameter ( $\beta$ ) tidak sama dengan nol berarti variabel independen merupakan penjelas yang signifikan dari variabel dependen. Dalam hal ini, terdapat hubungan linier antara variabel independen dengan variabel dependen.

Pada level signifikansi 1% dan 5%, maka berikut ini adalah kriteria yang digunakan:

1. Apabila t-statistik lebih besar dari t-kritis ( $t\text{-statistik} > t\text{-kritis}$ ) maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima. Artinya secara individu masing-masing variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.
2. Apabila t-statistik lebih kecil dari t-kritis ( $t\text{-statistik} < t\text{-kritis}$ ) maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak. Artinya secara individu masing-masing variabel

independen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

### 3.5.5.2 Uji Statistik F

Uji F merupakan pengujian semua variabel independen secara bersama-sama untuk melihat pengaruhnya terhadap variabel dependen. Hipotesis yang digunakan dalam uji ini yaitu sebagai berikut:

1.  $H_0$  :  $b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = b_5 = b_6 = b_7 = b_8 = 0$ , ketika semua parameter di dalam model sama dengan nol berarti semua variabel independen bukan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Dengan kata lain, tidak ada pengaruh linier antara variabel independen dan variabel dependen.
2.  $H_1$  :  $b_1 \neq b_2 \neq b_3 \neq b_4 \neq b_5 \neq b_6 \neq b_7 \neq b_8 \neq 0$ , ketika tidak semua parameter secara simultan sama dengan nol berarti semua variabel independen secara simultan adalah penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Dalam hal ini, terdapat hubungan linier antara variabel independen dengan variabel dependen.

Pada level signifikansi 1% dan 5%, maka berikut ini adalah kriteria yang digunakan:

1. Apabila F-statistik lebih besar dari F-kritis ( $F\text{-statistik} > F\text{-kritis}$ ) maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima. Artinya variabel independen berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap variabel dependen.

2. Apabila F-statistik lebih kecil dari F-kritis ( $F\text{-statistik} < F\text{-kritis}$ ) maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak. Artinya variabel independen secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

### 3.5.5.3 Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) dan Adjusted $R^2$

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) digunakan untuk mengukur *goodness of fit* (kesesuaian) dari persamaan regresi. Nilai koefisien determinasi terletak diantara 0 dan 1. Semakin besar nilai  $R^2$ , semakin baik kualitas model, karena semakin dapat menjelaskan hubungan antara variabel dependen dan independen (Widarjono, 2013).