

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Konsep diversifikasi korporasi muncul pertama kali pada tahun 1950-an di Eropa dan Amerika yang kemudian berkembang pesat pada tahun 1960-an dengan adanya gelombang *merger*. Diversifikasi korporasi merupakan salah satu bentuk ekspansi usaha yang dilakukan perusahaan secara geografis atau secara produk. meminimalkan risiko juga dapat dilakukan dengan cara melakukan diversifikasi usaha. Namun sebenarnya strategi diversifikasi korporasi merupakan konsekuensi logis dari konsep *transaction costs economics* yang dimunculkan oleh Coase (1937) dalam Nahda dan Asri (2017). Di dalam konsep tersebut Coase (1937) dalam Nahda dan Asri (2017) menjelaskan bahwa ada biaya yang cukup tinggi yang harus ditanggung perusahaan ketika melakukan transaksi dengan pihak eksternal akibat ketidakpastian pasar, sehingga pilihan untuk melakukan transaksi dengan pihak internal menjadi alternatif yang lebih murah.

Selain ketidakpastian pasar, terjadinya kegagalan pasar (*market failure*) juga menyebabkan transaksi dengan pihak internal menjadi lebih efisien. Konsep kegagalan pasar yang dikemukakan oleh Penrose (1959) dan Teece (1982) dalam Nahda dan Asri (2017) menjelaskan bahwa ketidakmampuan pasar dalam menyediakan sumber daya yang dibutuhkan perusahaan akan mendorong perusahaan untuk melakukan strategi diversifikasi agar dapat memanfaatkan kelebihan kapasitas faktor produksi yang dimiliki.

Kecenderungan untuk terus memperbesar ukuran perusahaan melalui kegiatan integrasi vertikal dan horizontal inilah yang kemudian dikenal dengan istilah diversifikasi yang diharapkan akan menghasilkan sinergi dalam kegiatan operasional perusahaan.

Manfaat potensial yang bisa didapat dari diversifikasi usaha diantaranya, kesempatan untuk mengeksploitasi aset tertentu yang dimiliki perusahaan sehingga bisa dimanfaatkan di pasar yang baru, efisiensi alokasi sumber daya internal, meningkatkan kapasitas utang, serta meningkatkan *economies of scale* dan *economies of scope* yang merupakan upaya perusahaan untuk menurunkan biaya produksi rata-rata melalui peningkatan volume atau jenis produk yang dihasilkan.

Di sisi lain juga ada biaya yang harus ditanggung perusahaan akibat diversifikasi usaha, seperti semakin tingginya asimetri informasi antara manajer pusat dengan manajer divisi yang meningkatkan biaya operasional, peluang terjadi *over investment* semakin besar karena diskresi yang dimiliki manajer semakin tinggi, inefisiensi alokasi modal antar divisi, serta adanya insentif terhadap munculnya perilaku *rent-seeking*, yaitu perilaku manajer yang fokus pada pencapaian tujuan pribadi dengan mengorbankan nilai perusahaan. Dengan adanya dampak ganda tersebut, maka perusahaan sebaiknya melakukan diversifikasi jika manfaat yang dihasilkan lebih besar dari biaya yang harus ditanggung perusahaan. Sebaliknya, jika biaya yang dihasilkan lebih besar maka sebaiknya perusahaan tetap fokus pada satu segmen.

Penelitian Vasvari (2010) dan Hannet.al. (2013) dalam Nahda dan Asri (2017) yang menemukan bahwa korelasi arus kas yang tidak sempurna pada perusahaan terdiversifikasi dapat menurunkan risiko kebangkrutan melalui mekanisme *coinsurance*, penelitian ini mencoba melihat hubungan antara diversifikasi usaha dengan biaya modal. Sebagaimana diketahui bahwa biaya modal berkorelasi positif dengan risiko perusahaan. Semakin rendah risiko suatu perusahaan, maka biaya modal yang ditanggung juga akan semakin rendah.

Hann et. al., (2013) menjelaskan bahwa pandangan yang berkembang di berbagai penelitian sebelumnya menganggap bentuk perusahaan apakah itu bersifat segmen tunggal (tidak terdiversifikasi) atau multi-segmen (terdiversifikasi) tidak berpengaruh terhadap biaya modal. Hal ini dikarenakan para peneliti sebelumnya menggunakan konsep *merger* dan akuisisi dalam menjelaskan pengaruh diversifikasi usaha terhadap risiko perusahaan. Salah satunya dijelaskan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Nahda (2017) bahwa secara umum perusahaan dikatakan mengalami kebangkrutan jika tidak mampu memenuhi kewajibannya terhadap para kreditur. Semakin tinggi probabilitas kebangkrutan, maka risiko yang dihadapi perusahaan juga akan semakin tinggi. Salah satu cara mengurangi risiko kebangkrutan adalah dengan melakukan *merger*. Ketika unit bisnis sebelumnya mengalami gagal bayar, maka dengan merger unit usaha yang baru diharapkan dapat melunasi seluruh kewajiban perusahaan sebelumnya.

Berdasarkan perspektif *merger*, diversifikasi usaha dianggap tidak berpengaruh terhadap biaya modal karena perusahaan tetap dipandang sebagai entitas tunggal (perusahaan tidak terdiversifikasi) sehingga korelasi arus kas yang tidak sempurna antar unit bisnis dianggap hanya mampu mengurangi risiko yang bersifat *idiosyncratic*, sedangkan risiko sistematisnya tetap sama. Hal ini dikarenakan kegiatan subsidi silang dan mekanisme pasar pendanaan internal tidak bisa dilakukan. Hal tersebut dijelaskan oleh Ross, Westerfield, dan Jaffe (2008) dalam Hann *et. al.*, (2013) bahwa risiko sistematis tidak bisa dikurangi dengan *merger*.

Dengan menggunakan pandangan yang berbeda, Hann *et. al.*, (2013) menemukan bahwa perusahaan terdiversifikasi memiliki biaya modal yang lebih rendah dibanding perusahaan tidak terdiversifikasi. Risiko sistematis perusahaan yang melakukan diversifikasi usaha dapat dikurangi melalui mekanisme *coinsurance*. Lewellen (1971) dalam Nahda dan Asri (2017) menjelaskan bahwa korelasi arus kas yang tidak sempurna antar unit bisnis dapat menurunkan risiko kebangkrutan perusahaan. Dalam perspektif *coinsurance* setiap unit bisnis dipandang sebagai *stand-alone firm* (perusahaan dengan segmen tunggal), sehingga perusahaan yang terdiversifikasi merupakan kumpulan dari berbagai perusahaan dengan segmen tunggal.

Berdasarkan pandangan tersebut, perusahaan dimungkinkan untuk melakukan transfer sumber daya atau subsidi silang dari unit usaha yang mengalami surplus (*cash-rich units*) ke unit usaha yang mengalami defisit (*cash-poor units*) sehingga perusahaan bisa terhindar dari *financial distress*.

Platt dan Platt (2002) mendefinisikan *financial distress* sebagai suatu kondisi di mana perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan terancam bangkrut yang disebabkan oleh ketidakmampuan hasil operasi dalam menutupi kewajiban perusahaan (*insolvency*). *Financial distress* berkorelasi positif dengan biaya kebangkrutan yang akan meningkat ketika tingkat arus kas masuk rendah. Hal ini biasanya terjadi pada kondisi ekonomi yang tidak stabil atau krisis.

Dengan adanya mekanisme *coinsurance*, arus kas perusahaan terdiversifikasi diharapkan memiliki risiko sistematis lebih rendah dibandingkan dengan arus kas perusahaan tidak terdiversifikasi. Penurunan risiko perusahaan yang melakukan diversifikasi usaha tersebut diharapkan akan menghasilkan kesempatan untuk meningkatkan kapasitas utang atau menurunkan biaya utang pada kapasitas utang yang sama. Hal ini dikarenakan tingkat keuntungan yang disyaratkan kreditur berkorelasi positif dengan risiko perusahaan. Semakin rendah risiko, maka biaya utang yang disyaratkan juga akan semakin rendah.

Penelitian Nahda dan Asri (2017) membuktikan bahwa diversifikasi usaha berpengaruh terhadap biaya modal. Rugman (2015) dalam penelitiannya juga menemukan bahwa diversifikasi usaha dapat mengurangi risiko investasi perusahaan (biaya modal) yang ditanggung perusahaan. Penelitian Lestari dan Sari (2014) menyatakan bahwa strategi diversifikasi usaha akan meningkatkan risiko investasi dan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan.

Perusahaan terdiversifikasi juga memiliki kesempatan yang lebih besar untuk mendapatkan sumber pendanaan internal, sehingga biaya modalnya diharapkan lebih rendah dibanding dengan perusahaan tidak terdiversifikasi. Selain itu, diversifikasi usaha juga dapat mengurangi terjadinya *under investment* melalui penciptaan pasar modal internal yang lebih luas. Diversifikasi usaha menjadi sumber pendanaan internal baru yang dapat meningkatkan efisiensi dalam kegiatan investasi.

Hasil penelitian Yan (2006) menunjukkan bahwa nilai perusahaan yang terdiversifikasi akan meningkat ketika perusahaan mengalami kendala pendanaan yang tinggi. Hal ini dikarenakan pada kondisi tersebut biaya pendanaan dari sumber eksternal akan sangat tinggi sehingga manfaat yang didapatkan perusahaan dari sumber dana internal akan semakin besar. Berbagai penelitian terkait dengan diversifikasi usaha dan pasar pendanaan internal juga mendukung hal tersebut. Dengan demikian, besaran manfaat diversifikasi usaha dalam mengurangi biaya modal berdasarkan perspektif sumber pendanaan internal akan sangat dipengaruhi oleh kondisi pasar modal eksternal, seperti suku bunga. Semakin tinggi selisih biaya modal internal dengan biaya modal eksternal yang mengindikasikan semakin tingginya kendala pendanaan yang dihadapi perusahaan, maka manfaat yang didapatkan perusahaan terdiversifikasi dari sumber pendanaan internal diharapkan akan semakin besar.

Hasil penelitian Nahda dan Asri (2017), hasil penelitian menunjukkan diversifikasi usaha berpengaruh positif terhadap biaya modal secara

keseluruhan. Namun, pengujian model secara parsial menunjukkan adanya perbedaan pengaruh diversifikasi terhadap biaya utang dan biaya ekuitas. Di satu sisi diversifikasi usaha menurunkan biaya utang, di sisi lain juga dapat meningkatkan biaya ekuitas. Temuan lain menunjukkan semakin rendah korelasi arus kas antar segmen usaha, semakin rendah biaya modal yang ditanggung perusahaan. Tingkat kendala pendanaan juga menunjukkan pengaruh signifikan dalam memoderasi hubungan diversifikasi usaha dengan biaya modal.

Penelitian ini fokus pada pengujian pengaruh diversifikasi usaha terhadap biaya modal. Biaya modal adalah sebagai biaya riil yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperoleh dana baik yang berasal dari hutang, saham preferen, saham biasa, maupun laba ditahan yang digunakan untuk mendanai suatu investasi atau operasi perusahaan (Mardiyah, 2002). Biaya modal digunakan untuk mengidentifikasi salah satu faktor yang mungkin mendasari keputusan perusahaan dalam menerapkan strategi diversifikasi. Hal ini diperkuat juga dengan fenomena konglomerasi yang mulai berkembang di Indonesia yang ditandai dengan banyaknya grup atau korporasi bisnis yang muncul dan menguasai berbagai sektor usaha. Sebagaimana diketahui bahwa ada dua tipe diversifikasi usaha, yaitu diversifikasi terkait (di dalam satu sektor industri yang sama) dan diversifikasi tidak terkait (terdiri dari berbagai sektor industri). Konglomerasi merupakan bentuk implementasi diversifikasi tidak terkait yang dilakukan perusahaan ke berbagai sektor industri. Tipe

diversifikasi yang dilakukan perusahaan akan mempengaruhi tingkat korelasi arus kas antar unit bisnis.

Hal ini diperkuat dengan berkembangnya fenomena konglomerasi di Indonesia yang ditandai dengan banyaknya korporasi bisnis yang menguasai berbagai sektor usaha. Fenomena lainnya adalah bahwa penelitian ini relevan dilakukan, dikarenakan masih belum banyak peneliti menganalisis diversifikasi usaha terhadap biaya modal, sehingga perlu dilakukan pengujian pengaruh diversifikasi usaha terhadap biaya modal dengan perspektif *coinsurance*. Penelitian ini mereplikasi penelitian dari Nahda dan Asri (2017), perbedaan dengan penelitian terdahulu pada obyek penelitian, obyek penelitian ini hanya pada perusahaan manufaktur, dan uniknya penelitian ini masih jarang dilakukan dalam konteks di negara berkembang, seperti halnya di Indonesia. Keunikan dari penelitian ini menjadi fenomena menarik untuk diteliti di Indonesia. Kondisi pasar modal yang belum mapan, serta masih lemahnya regulasi terkait perlindungan investor menyebabkan mekanisme pendanaan internal menjadi sumber pendanaan dominan.

Berdasarkan uraian latar belakang penelitian dan *hasil research gap*, maka peneliti tertarik melakukan penelitian dengan judul **Pengaruh Diversifikasi Usaha Terhadap Biaya Modal dengan Dimoderasi Korelasi Arus Kas dan Kendala Pendanaan pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia.**

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian di atas, maka permasalahan dalam penelitian ini adalah:

1. Bagaimana diversifikasi usaha berpengaruh terhadap biaya modal perusahaan?
2. Bagaimana pengaruh diversifikasi usaha terhadap biaya modal perusahaan akan semakin kuat atau semakin lemah ketika tingkat korelasi arus kas antar unit bisnis perusahaan rendah?
3. Bagaimana pengaruh diversifikasi usaha terhadap biaya modal perusahaan akan semakin kuat atau semakin lemah ketika perusahaan menghadapi kendala pendanaan yang tinggi?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk menguji pengaruh diversifikasi usaha terhadap biaya modal perusahaan.
2. Untuk menguji pengaruh diversifikasi usaha terhadap biaya modal perusahaan akan semakin kuat atau semakin lemah ketika tingkat korelasi arus kas antar unit bisnis perusahaan rendah.
3. Untuk menguji pengaruh diversifikasi usaha terhadap biaya modal perusahaan akan semakin kuat atau semakin lemah ketika perusahaan menghadapi kendala pendanaan yang tinggi.

1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat Penelitian ini adalah:

1. Manfaat Teoritis

Secara teoritis penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi bagi penelitian serupa terkait diversifikasi usaha mempengaruhi biaya modal perusahaan

2. Manfaat Praktis

Secara praktis, penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran bagi pengambil keputusan dan kontrol manajerial dalam kebijakan terkait dengan keputusan diversifikasi usaha, serta menjadi bahan pertimbangan investor dalam menentukan keputusan investasi pada perusahaan yang melakukan diversifikasi usaha.