

## PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP KEPUTUSAN DIVERSIFIKASI PERUSAHAAN

Maria Kontesa<sup>1</sup>, Theresia Contesa<sup>2</sup>, Sisca Contesa<sup>3</sup>

Universitas Widya Dharma Pontianak <sup>123</sup>

<sup>1</sup>Corresponding author: [mariakontesa80@yahoo.com](mailto:mariakontesa80@yahoo.com)

---

### INFORMASI ARTIKEL

Article history:

Dikirim tanggal: 21/05/2022

Revisi pertama tanggal: 30/05/2022

Diterima tanggal: 17/06/2022

Tersedia online tanggal 29/06/2022

---

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap diversifikasi perusahaan dengan menggunakan teori agensi sebagai kerangka teoretis. Penelitian ini menguji hipotesis dengan menggunakan 183 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2016 hingga 2020 dengan menggunakan regresi panel logistik. Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap diversifikasi perusahaan, yang mengindikasikan bahwa kepemilikan manajerial yang lebih tinggi akan membuat manajer menghindari risiko dengan cara menghindari diversifikasi. Temuan ini berlaku untuk diversifikasi industri dan diversifikasi geografis. Lebih lanjut lagi, penelitian ini berkontribusi pada literatur teori agensi dengan mengungkapkan konflik kepentingan manajer, yang juga merupakan pemegang saham, dalam membuat keputusan strategis. Hal ini juga mengungkapkan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi dapat merugikan kekayaan pemegang saham minoritas. Penelitian mendatang dapat mengelaborasi dampak tata kelola perusahaan atau sumber daya manusia terhadap diversifikasi perusahaan.

Kata Kunci: kepemilikan manajerial, diversifikasi, teori agensi

---

### ABSTRACT

*This research examines managerial ownership's effect on a firm's diversification using agency theory as the theoretical framework. We test the hypothesis using 183 Indonesian listed firms from 2016 to 2020 with robust logistic panel regression. The results show managerial ownership negatively affects the firm's diversification, which indicates that higher managerial ownership will make managers avoid risk by avoiding diversification. These findings are found in both industrial diversification and geographical diversification. It contributes to the agency theory literature by revealing the conflict of interest of the managers, who are also the shareholders, in making a strategic decision. It also reveals that high managerial ownership might detriment the wealth of minority shareholders. Future research could elaborate on the impact of corporate governance or human resources on corporate diversification.*

*Keywords:* managerial ownership, diversification, agency theory

## 1. Pendahuluan

Literatur akuntansi dan keuangan secara ekstensif meneliti peran diversifikasi pada kinerja perusahaan. Di satu sisi, perusahaan yang terdiversifikasi harus memiliki lebih banyak insentif untuk melakukan diversifikasi, karena dengan demikian manfaat yang diperoleh dari diversifikasi harus lebih besar (Brahmana, Kontesa, & Gilbert, 2018; Schommer, Richter, & Karna, 2019). Di sisi lain, para pendukung *agency theory* berpendapat bahwa keputusan manajer terhadap diversifikasi mungkin didorong oleh kepentingan pribadi mereka seperti *prestise*, remunerasi, pengurangan risiko dan promosi terkait pekerjaan (Berger & Ofek, 1995; Brahmana, Setiawan, & Hooy, 2019; Denis, Denis, & Yost, 2002; Fauver, Houston, & Naranjo, 2004). Menariknya, motivasi di balik diversifikasi itu sendiri jarang diteliti secara empiris.

Penelitian ini lebih fokus pada penelusuran motivasi manajer dalam keputusan diversifikasi, dengan mengelaborasi teori agensi (*agency theory*) dari Jensen dan Meckling (1976), yang menyatakan bahwa manajer berperilaku berbeda dari kepentingan pemegang saham demi kepentingan pribadi mereka. Terlebih lagi, manajer memiliki informasi lebih banyak dibandingkan pemegang saham mengenai kapabilitas perusahaan, maka keputusan diversifikasi akan erat kaitannya dengan kepentingan pribadi mereka. Ini juga berarti bahwa manajer dapat menghindari diversifikasi jika itu merugikan mereka. Menggunakan logika ini, jika manajer memiliki kepemilikan saham di perusahaan dan mengetahui diversifikasi akan mengurangi nilai saham perusahaan, mereka akan lebih cenderung konservatif dan akhirnya menghindari diversifikasi.

Studi empiris di akuntansi dan keuangan sendiri lebih berpendapat bahwa asosiasi diversifikasi dan kepemilikan manajerial lebih kepada permasalahan agensi seperti insentif dan kompensasi (Denis, Denis, 1997; Dixon, Rob; Guariglia, 2017; Schommer et al., 2019). Hanya saja, kebanyakan studi empiris tersebut dilakukan di negara maju yang meninggalkan celah untuk konteks khusus seputar struktur kepemilikan dan tata kelola perusahaan di pasar negara berkembang. Penelitian ini berpendapat bahwa latar belakang kelembagaan di pasar negara berkembang dapat memberikan pengetahuan yang berbeda ke dalam literatur diversifikasi. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk mengkaji peran kepemilikan manajerial dalam diversifikasi perusahaan emiten Indonesia.

Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mampu memberikan gagasan yang baru di topik ini. Pertama, tidak seperti perusahaan-perusahaan di negara maju, struktur kepemilikan di Indonesia dicirikan oleh dominasi satu pemilik utama kelompok bisnis keluarga (Brahmana et al., 2019; Claessens, Djankov, & Lang, 2000). Dengan demikian, pemegang saham akan memberikan kepemilikan saham yang cukup besar kepada manajemen karena manajemen adalah anggota keluarga. Dengan kata lain, perusahaan Indonesia menggambarkan pengecualian terhadap aturan normatif mengenai pemisahan kepemilikan dan manajemen dan profesionalisasi manajemen puncak yang merupakan faktor penting dalam keputusan strategis seperti keputusan diversifikasi (Brahmana et al., 2019). Kedua, Indonesia secara umum memiliki kekurangan dalam perihal perlindungan pemegang saham dan kreditur, terlebih lagi dengan sistem hukum yang lemah (Brahmana et al., 2019; La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999). Tata kelola perusahaan yang tidak memadai atau lemah memungkinkan pemilik dan manajer untuk memaksakan kebijakan strategis perusahaan dengan mengabaikan keberadaan

pemegang saham minoritas. Dengan kata lain, keputusan untuk melakukan diversifikasi atau tidak sebenarnya merupakan hak veto dari pemegang saham pengendali, yang biasanya adalah grup bisnis keluarga. Penelitian ini bertujuan menguji peran dari kepemilikan manajerial terhadap keputusan diversifikasi perusahaan dengan mengelaborasi teori agensi. Penelitian ini menggunakan regresi panel untuk mengeksplorasi temuan empiris dengan mengambil Indonesia sebagai konteks penelitian.

Penelitian ini memiliki tiga kontribusi penting untuk literatur, yang membedakan penelitian ini dengan penelitian terdahulu. Pertama, penelitian ini memperkaya literatur keuangan dengan memperluas pemahaman tentang faktor penting yang mempengaruhi keputusan diversifikasi dalam perspektif perilaku organisasi. Sebagian besar temuan empiris di topik ini memperlakukan diversifikasi sebagai faktor penentu kinerja perusahaan (sebagai variabel tidak terikat). Berbeda dengan penelitian sebelumnya, perspektif dari penelitian ini lebih kepada mengkaji faktor penyebab keputusan diversifikasi (sebagai variabel terikat). Kedua, penelitian ini mendokumentasikan temuan empiris dari pengujian teoritis untuk *agency theory* dari perspektif diversifikasi internasional dan diversifikasi industri. Ketiga, penelitian ini mencari temuan empiris mengenai peranan kepemilikan manajerial dalam menentukan keputusan strategis diversifikasi internasional dan diversifikasi industri dari perspektif negara berkembang seperti Indonesia.

## 2. Kerangka Teoretis dan Pengembangan Hipotesis

Sebagian besar teori keuangan dan penelitian empiris keuangan menggunakan teori agensi (Jensen & Meckling, 1976) untuk menjelaskan keputusan strategis manajerial. Teori ini digunakan untuk memahami bagaimana manajemen (agen) akan berperilaku dalam mengambil keputusan demi mencapai kesejahteraan pemegang saham yang maksimal meskipun adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian (Jensen & Meckling, 1976). Teori ini juga menggarisbawahi bahwa manajemen cenderung akan mementingkan diri sendiri dan melakukan keuntungan pribadi mereka terlebih dahulu di atas kepentingan pemegang saham (prinsipal).

Asumsi perilaku yang dipegang secara luas ini mendorong penelitian keuangan perusahaan, termasuk dalam topik manajemen keuangan internasional seperti diversifikasi. Teori ini menjelaskan bahwa biaya keagenan yang disebabkan oleh pemisahan kepemilikan dan pengendalian merupakan hasil dari perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer (Denis, Denis, & Sarin 1997; Amihud & Lev, 1981). Teori ini digunakan untuk menjelaskan bahwa keputusan manajerial dalam ekspansi bisnis (diversifikasi) bisa jadi didorong oleh kepentingan pribadi mereka seperti *prestise*, remunerasi, dan promosi (Brahmana et al., 2019).

Oleh karenanya, teori agensi (Jensen & Meckling, 1976) berargumen bahwa pemegang saham harus mendorong manajer untuk bertindak demi kepentingan perusahaan, baik dengan memantau manajer atau dengan meningkatkan insentif melalui kepemilikan manajerial (Dixon, Rob; Guariglia, 2017). Insentif kepemilikan manajerial ini secara teoritis meyakinkan manajer untuk mengambil keputusan terbaik untuk meningkatkan nilai perusahaan. Misalnya saja, manajer dengan kepemilikan manajerial akan melakukan diversifikasi karena mereka yakin akan menambah nilai bagi perusahaan

(Chen & Yu, 2012; Rhou, Li, & Singal, 2019). Mengingat asumsi bahwa diversifikasi akan mengurangi nilai perusahaan, manajer dapat menghindari diversifikasi karena risiko penurunan nilai perusahaan (Chen & Yu, 2012). Kepemilikan manajerial dalam hal ini didefinisikan sebagai persentase saham yang dipegang atau dimiliki oleh pihak manajemen, yang secara teoritis bertujuan untuk mengurangi biaya agensi. Dalam teori agensi, semakin besar kepemilikan manajerial, maka semakin kecil peluang terjadinya konflik kepentingan (Shan, 2019). Dengan kecilnya konflik kepentingan tersebut, maka pengambilan keputusan strategis perusahaan menjadi lebih cepat sehingga terjadi peningkatan kinerja keuangan (Brahmana et al., 2019).

Dari perspektif pengendalian dan pemantauan (*control and monitoring*), Amihud dan Lev (1981) serta Dixon dan Guariglia (2017) menduga bahwa kepemilikan manajerial menyebabkan *monitoring* yang tidak efektif. Para manajer, yang notabene juga memiliki kepemilikan saham yang tinggi di perusahaan tersebut, akan memanfaatkan informasi asimetris dengan mengambil diversifikasi sebagai alat mereka untuk mencapai kekayaan. Dixon dan Guariglia (2017) menyatakan bahwa manajer yang mengetahui bahwa diversifikasi akan menyebabkan turunnya nilai perusahaan akan menggunakan kekuasaan mereka untuk menghindari diversifikasi. Hal ini dikarenakan, jika diversifikasi menyebabkan turunnya nilai perusahaan, maka nilai investasi manajer dalam bentuk kepemilikan saham perusahaan tersebut juga akan turun.

Oleh karena itu, penelitian akuntansi dan keuangan menggunakan teori agensi ini untuk mengeksplorasi bagaimana kepemilikan manajerial meningkatkan penyelarasan insentif dan dikaitkan dengan tindakan manajerial yang konsisten dengan preferensi kepentingan pemegang saham. Ini menyiratkan bahwa kepemilikan manajerial dapat mengurangi diversifikasi, yang diyakini akan mengurangi nilai perusahaan (Brahmana et al., 2019; Denis, Diane, Denis, 1997). Penelitian lainnya juga mendukung argumen ini dengan menunjukkan bahwa dengan adanya kekuasaan eksekutif dan kekuatan pengambilan keputusan (dikarenakan kepemilikan saham), manajemen memiliki banyak ruang untuk mengeksekusi keputusan strategis mereka mengikuti kehendak mereka (Kontesa, Lako, & Wendy, 2020).

Dalam sebuah studi literatur mengenai diversifikasi selama 1983-1996 oleh Johnson (1996), penelitian tersebut menyimpulkan bahwa salah satu faktor utama dalam diversifikasi adalah tata kelola. Penelitian tersebut menyimpulkan studi manajemen sepakat bahwa kepemilikan manajerial membatasi diversifikasi yang berlebihan. Hal ini selaras dengan konsep biaya agensi yang mana manajer memiliki kepentingan dalam setiap keputusan strategis mereka dikarenakan kepemilikan saham di perusahaan tersebut. Lebih lanjut lagi, penelitian dari Espinosa-Méndez et al. (2018) memiliki kesimpulan yang sama. Dengan menggunakan 104 perusahaan yang terdaftar di Chili, mereka melaporkan pengaruh negatif antara kepemilikan manajerial dan diversifikasi selama periode 2015 hingga 2016. Nguyen (2018) juga memperkuat argumen tersebut dengan mengungkapkan pengaruh negatif antara kepemilikan manajerial dan diversifikasi. Dengan sampel perusahaan sebanyak 70 perusahaan yang terdaftar di Vietnam, Nguyen (2018) menduga bahwa manajer tahu bahwa diversifikasi akan mengurangi kinerja, sehingga mereka akan menghindari diversifikasi. Hal ini dilakukan karena manajer tidak ingin diversifikasi usaha yang akan dilakukan menyebabkan kerugian nilai saham mereka

juga. Selain itu, Wang (2019) juga menemukan pengaruh negatif pada diversifikasi internasional pada 1.622 perusahaan Cina.

Dalam temuan empiris yang lebih baru, pengaruh negatif antara kepemilikan manajerial dan diversifikasi juga dilaporkan oleh Rhou et al. (2019). Dengan menggunakan 962 data panel observasi industri restoran, mereka menunjukkan bahwa ketika kepemilikan manajerial tinggi, perusahaan cenderung mengurangi tingkat ekspansi waralaba mereka. Hal ini dikarenakan rasa cemas manajer jika ekspansi usaha akan merugikan mereka. Talukdar, So耶eh, & Parhizgari (2021) juga menduga kesimpulan yang sama, di mana mereka mendokumentasikan bahwa kepemilikan manajerial memiliki dampak negatif pada perusahaan properti yang terdiversifikasi. Jadi, perspektif kepentingan pribadi dari teori agensi menunjukkan bahwa dalam industri yang berkinerja buruk, kita harus mengamati beberapa perusahaan secara sistematis berinvestasi lebih banyak dalam diversifikasi. Oleh karena itu, argumen teoritis dan empiris tampaknya menempatkan hubungan terbalik antara kepemilikan manajerial dan diversifikasi. Penelitian ini membangun hipotesis bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial, semakin rendah probabilitas perusahaan untuk mendiversifikasi bisnis. Dengan demikian, penelitian ini merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap diversifikasi perusahaan.

### 3. Metode Penelitian

Sampel penelitian ini adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *systematic sampling*, dimana terdapat beberapa kriteria yang ditetapkan untuk pengambilan sampel secara acak. Kriterianya adalah (1) emiten non-keuangan yang aktif melakukan perdagangan dari tahun 2016 sampai dengan tahun 2020, dan (2) data tersedia secara lengkap selama periode sampel. Penelitian ini mengecualikan sektor keuangan disebabkan oleh regulasi yang berbeda dan model bisnis yang berbeda yang ada di sektor keuangan dibandingkan sektor non-keuangan (Brahmana, Kontesa, & Gilbert, 2018). Secara keseluruhan, populasi emiten di Indonesia per 2020 adalah 713 emiten. Namun, *sampling frame* penelitian ini adalah sebanyak 639 emiten non-keuangan. Penelitian ini secara sistematis mengeluarkan non-sampel dari *sampling frame*, yaitu emiten yang tidak atau belum terdaftar di bursa pada periode 2016 s.d. 2020, (3) yang tidak memiliki data lengkap, dan (4) yang termasuk outlier. Total observasi dalam penelitian ini adalah 183 emiten dengan periode pengamatan 5 tahun. Dengan kata lain, penelitian ini memiliki 915 observasi.

Penelitian ini membangun model ekonometrikanya mengikuti kerangka teoretis dari teori agensi dan juga berdasarkan temuan empiris dari Chen dan Yu (2012). Penelitian sebelumnya menyimpulkan bahwa faktor dasar untuk keputusan diversifikasi adalah ukuran perusahaan, usia perusahaan, pertumbuhan biaya penelitian dan pengembangan, kinerja masa lalu, dan *leverage*. Faktor-faktor ini ditetapkan sebagai variabel kontrol dengan tujuan untuk mengisolasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap diversifikasi. Efek utama dari penelitian ini adalah kepemilikan manajerial, oleh karena itu, variabel tersebut dimasukkan ke dalam model dasar (*baseline model*). Pada akhirnya, spesifikasi model akhir untuk menguji hipotesis adalah sebagai berikut.

$$DIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 UKURAN_{i,t} + \beta_3 USIA_{i,t} + \beta_4 R&D_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t-1} + \beta_6 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Dimana, DIV adalah diversifikasi perusahaan; MO adalah kepemilikan manajerial; UKURAN adalah ukuran perusahaan berdasarkan total aset; USIA adalah usia perusahaan dari tahun berdiri hingga tahun penelitian; R&D adalah intensitas biaya riset dan pengembangan yang dilakukan perusahaan, ROA adalah profitabilitas perusahaan di tahun sebelumnya; LEV adalah *leverage* perusahaan.

Penelitian ini memiliki 7 variabel yang terdiri dari 1 variabel dependen, 1 variabel independen utama, dan 5 variabel pengendali. Variabel dependen penelitian ini adalah diversifikasi yang didefinisikan sebagai keputusan strategis perusahaan dalam mengembangkan unit usahanya dengan cara menjual produk ke segmen yang berbeda (Brahmana et al., 2019). Sebagai catatan, ada dua pengukuran diversifikasi yaitu diversifikasi industri dan diversifikasi geografis (R. K. Brahmana et al., 2019). Data ini dapat dilihat di laporan tahunan perusahaan di bagian laporan segmen. Pengukurannya adalah sebagai berikut:

$$DIV_{industri} \begin{cases} 1 = \text{Jika perusahaan memiliki lebih dari 1 segmen industri yang signifikan} \\ 0 = \text{Jika perusahaan hanya memiliki 1 segmen industri yang signifikan} \end{cases}$$

$$DIV_{Geografis} \begin{cases} 1 = \text{Jika penjualan internasional perusahaan lebih dari 10\% total penjualan} \\ 0 = \text{Jika penjualan internasional perusahaan sama atau kurang dari 10\% total penjualan} \end{cases}$$

Tabel 1. Operasionalisasi Variabel Penelitian

Variabel	Proksi	Definisi
<i>Variabel Dependensi</i>		
Diversifikasi	DIND	Variabel dummy untuk perusahaan yang melakukan diversifikasi industri
	DINT	Variabel dummy untuk perusahaan yang melakukan diversifikasi geografis
<i>Variabel Independen Utama</i>		
Kepemilikan Manajerial	MO	Persentase kepemilikan saham oleh manajemen
<i>Variabel Kontrol</i>		
Ukuran Perusahaan	UKURAN	Log natural ( $\ln$ ) total aset perusahaan
Usia Perusahaan	USIA	Log natural ( $\ln$ ) total usia perusahaan
Intensitas Penelitian dan Pengembangan	R&D	Total biaya Litbang dibagi total penjualan
Profitabilitas	ROA	Laba bersih dibagi total aset
Leverage	LEVERAGE	Total hutang dibagi total ekuitas

Sementara itu, pengukuran kepemilikan manajerial diukur dengan menggunakan persentase saham yang dipegang atau dimiliki oleh pihak manajemen yaitu direksi dan komisaris (Dixon, Rob; Guariglia, 2017). Data ini dapat dilihat di laporan tahunan perusahaan. Untuk variabel kontrol, penelitian ini mengadopsi pengukuran yang dilakukan oleh Chen dan Yu (2012) serta Brahmana et al. (2019). Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural atas total aset perusahaan. Usia perusahaan dihitung dengan cara menghitung logaritma natural total usia perusahaan di tahun observasi. R&D adalah intensitas biaya penelitian dan pengembangan yang dihitung dengan total biaya

R&D dibagi total penjualan (*Revenue*). ROA atau *return on assets* dihitung dari total laba bersih dibagi total aset, dengan ROA yang digunakan adalah ROA tahun sebelumnya. Variabel kontrol terakhir, *leverage*, diukur dengan rasio hutang (*debt ratio*) dengan menghitung total hutang dibagi total aset perusahaan. Operasionalisasi variabel penelitian ini secara ringkas disajikan pada tabel 1.

#### 4. Hasil dan Pembahasan

Tabel 2 melaporkan ringkasan statistik untuk semua variabel yang diuji dalam model estimasi (1). Pertama, diversifikasi industri (DIND) dan diversifikasi geografi (DINT), yang merupakan variabel dummy, memiliki nilai rata-rata sebesar 59,40 dan 22,40%. Nilai tersebut sedikit lebih rendah dari nilai yang dilaporkan oleh Brahmana et al (2019). Ini menyiratkan bahwa sekitar 59% perusahaan Indonesia dari sampel yang diteliti melakukan diversifikasi industri dan 22,4% dari sampel yang diteliti digunakan untuk diversifikasi geografis. Untuk kepemilikan manajerial, nilai rata-ratanya adalah sebesar 4,7%, dan ini sedikit lebih rendah dari nilai rata-rata yang dilaporkan oleh Sukirni (2012), yang melaporkan nilai rata-rata sebesar 6,3%. Nilai rata-rata ini menyiratkan bahwa manajer-manajer emiten non-keuangan di Indonesia memiliki 4,7% kepemilikan perusahaan. Angka ini mendekati nilai *threshold* 5% yang secara akuntansi dikategorikan sebagai pemegang saham substansial.

Dalam hal variabel kontrol, nilai rata-rata ukuran perusahaan (SIZE) adalah 21,47 dengan standar deviasi 1,8. Hal ini menunjukkan bahwa sampel hampir berada pada kisaran ukuran perusahaan sedang hingga besar. Nilai rata-rata usia perusahaan adalah 30,88 yang menyiratkan sebagian besar perusahaan yang dipilih dalam sampel rata-rata berusia 30,8 tahun. Nilai rata-rata intensitas penelitian dan pengembangan (R&D) adalah sebesar 0,23% yang menunjukkan bahwa perusahaan Indonesia cenderung tidak melakukan inovasi. Secara rata-rata, perusahaan Indonesia hanya menggunakan 0,23% dari penjualan mereka untuk R&D. Sementara itu, nilai rata-rata profitabilitas (ROA) di Tabel 2 adalah 2,85%. Hasil tersebut sedikit lebih kecil dibandingkan nilai rata-rata ROA di penelitian Brahmana et al (2019). Terakhir, nilai rata-rata *leverage* adalah 1,89 yang menunjukkan bahwa perusahaan Indonesia lebih memilih menggunakan utang daripada ekuitas sebagai sumber pembiayaan.

Tabel 2. Data Deskriptif

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
DIND	59.40	38.14	0.00	100.00
DINT	22.40	42.65	0.00	100.00
MO	4.70	14.61	3.14	55.20
SIZE	21.47	1.80	15.20	26.21
AGE	32.88	15.30	9.00	111.00
RND	0.23	29.71	0.00	45.45
ROA	2.85	0.44	-83.90	97.50
LEVERAGE	1.88	4.73	0.89	120.34

Tabel 3 menyajikan matriks korelasi untuk semua variabel yang digunakan dalam model estimasi (1). Korelasi antar variabel memberikan pandangan awal tentang hubungan univariat (korelasi), terutama hubungan univariat antara variabel dependen (DIND dan DINT) dan variabel *regressor* (variabel independen dan variabel kontrol). Semua variabel kontrol memiliki tanda yang diharapkan, namun hanya tiga variabel kontrol yang memiliki hubungan yang signifikan. Matriks korelasi di Tabel 3 menyiratkan bahwa perusahaan yang lebih kecil, yang lebih menguntungkan, dan yang memiliki *leverage* yang kecil, erat korelasinya dengan diversifikasi. Sementara itu, usia perusahaan dan intensitas R&D tidak memiliki hubungan univariat yang signifikan dengan diversifikasi.

Beralih ke variabel independen utama, kepemilikan manajerial (MO) berkorelasi negatif dengan diversifikasi. Hal ini sesuai dengan konsensus dalam literatur seperti Chen & Yu (2012) dan Talukdar et al. (2021). Koefisien korelasi yang ada di Tabel 3 menyiratkan bahwa kepemilikan manajerial yang lebih tinggi memiliki korelasi dengan diversifikasi yang lebih rendah.

Tabel 3. Matriks Korelasi

	DIND	DINT	MO
DIND	1		
DINT	-0.1906*	1	
MO	-0.142*	-0.180*	1
SIZE	-0.0414*	0.0799*	0.0372
LAGE	0.0227	-0.0269	0.0293
R&D	0.0347	-0.0016	0.0089
PROFIT	0.0556*	0.0444	0.0166
LEV	-0.0731*	0.0582*	0.0332
	SIZE	LAGE	R&D
SIZE	1		
LAGE	0.1105*	1	
R&D	-0.0123	0.0439	1
PROFIT	0.1351*	0.0720*	-0.0151
LEV	0.0585*	-0.0327	0.0024
			PROFIT

Keterangan: Penelitian ini menerapkan threshold 5% untuk tingkat signifikansi korelasi Pearson

Sebelum memaparkan hasil uji hipotesis penelitian ini, terlebih dahulu dijelaskan proses regresi panel yang dilakukan. Pertama, data penelitian yang digunakan dalam uji regresi panel adalah data *balanced panel data*. Sebelum menguji regresi panel, penelitian ini menguji asumsi klasik yaitu autokorelasi dan multikolinearitas. Uji autokorelasi menggunakan uji Wooldridge test, dan uji multikolinearitas menggunakan Variance Inflation Factor. Nilai Uji F pada Uji Wooldridge adalah 54,83 yang artinya model estimasi memiliki permasalahan autokorelasi. Untuk mengatasi autokorelasi tersebut penelitian menggunakan pendekatan White-Test dengan mengkluster *standard error* di estimasi model (1). Sementara itu, nilai rata-rata *Variance Inflation Factor* (VIF) adalah 1,01 yang jauh dari nilai *threshold* 10. Dikarenakan uji regresi panel yang digunakan adalah uji regresi logistik, penelitian ini tidak menguji normalitas residual dan heteroskedastisitas (Gujarati dan Porter, 2012; Petersen, 2009). Meskipun demikian,

penelitian ini tetap melakukan *post-estimation* dengan menguji kekuahan *maximum likelihood estimators* dari hasil uji logistik untuk memastikan bebas bias.

Prosedur berikutnya adalah memilih model regresi panel logistik untuk memastikan keberadaan *individual effect* yang dihasilkan oleh data panel. Oleh karena itu, penelitian ini melakukan prosedur uji Chow, Uji Breusch Pagan LM, dan uji Hausman, yang hasil estimasinya menyiratkan penggunaan *Fixed-Effect* lebih sesuai untuk model estimasi regresi panel logistik di penelitian ini. Semua estimasi dilakukan dengan menggunakan Software Stata 16.

Pertama-tama, penelitian ini menguji regresi panel dengan diversifikasi industri sebagai variabel dependen. Tabel 4 melaporkan bahwa kepemilikan manajerial (MO) memiliki hubungan negatif dengan diversifikasi industri ( $\beta=-0,009$  SE-0,004). Ini menyiratkan bahwa MO yang lebih tinggi akan menyebabkan rendahnya probabilitas perusahaan untuk melakukan diversifikasi industri. Dalam istilah ekonometrik, peningkatan satu unit MO menyebabkan pengurangan 0,9% probabilitas untuk diversifikasi industri. Hasil ini sejalan dengan temuan dari Dixon dan Guariglia (2017), Chen & Yu (2012), Espinosa-Méndez et al. (2018). Temuan ini juga mendukung postulat dari teori agensi, dimana manajer mengetahui bahwa diversifikasi industri buruk bagi perusahaan dan menurunkan harga saham. Oleh karena para manajer juga memiliki saham, mereka cenderung menghindari risiko turunnya harga saham yang diakibatkan dari diversifikasi industri.

Tabel 4. Hasil Uji Regresi Panel Diversifikasi Industri

	Beta Coefficient	Standard Errors
MO	-0.009**	0.004
UKURAN	-0.124**	0.062
USIA	0.096	0.308
R&D	0.006*	0.004
ROA	0.004	0.006
LEVERAGE	-0.087**	0.034
CONSTANT	1.437***	0.213
PSEUDO R2 =	0.11	

Keterangan: \*, \*\*, dan \*\*\* mengindikasikan tingkat signifikansi 10%, 5%, dan 1%

Dalam hal variabel kontrol, Tabel 4 menunjukkan bahwa hanya ukuran perusahaan, R&D dan leverage yang memiliki pengaruh signifikan terhadap diversifikasi industri. Ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap diversifikasi. Hal ini yang menyiratkan perusahaan yang lebih besar cenderung menghindari diversifikasi industri. Leverage juga memiliki pengaruh negatif pada diversifikasi industri. Hal ini menjelaskan bahwa perusahaan dengan leverage yang tinggi memiliki kemungkinan kecil untuk melakukan diversifikasi industri. Namun, R&D memiliki pengaruh positif terhadap diversifikasi industri. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang sangat inovatif cenderung memiliki kemungkinan diversifikasi industri yang lebih tinggi.

Penelitian ini kemudian melanjutkan pengujian hipotesis dengan menggunakan diversifikasi geografis sebagai variabel dependen. Tabel 5 menunjukkan bahwa MO berpengaruh negatif terhadap diversifikasi geografis ( $\beta=-0,016$  SE-0,005). Hal ini

menunjukkan bahwa ketika manajer memiliki porsi saham perusahaan yang lebih besar, perusahaan memiliki kemungkinan yang lebih rendah untuk melakukan diversifikasi geografis. Dalam istilah ekonometrik, peningkatan satu unit MO menyebabkan penurunan 1,6% kemungkinan perusahaan untuk terdiversifikasi secara geografis. Hasil ini juga konsisten dengan temuan penelitian sebelumnya, yaitu dari Dixon dan Guariglia (2017), Chen & Yu (2012), Espinosa-Méndez et al (2018). Hal ini juga mengkonfirmasi temuan sebelumnya pada Tabel 4, ketika diversifikasi perusahaan variabel dependen diprosikan dengan diversifikasi industri. Singkatnya, penelitian ini berargumen bahwa kepemilikan manajerial (MO) memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap diversifikasi dan mendukung hipotesis penelitian. Pengujian variabel kontrol yang dilaporkan pada Tabel 5 juga memiliki hasil yang konsisten dengan hasil variabel kontrol yang dilaporkan di Tabel 4. Temuan di Tabel 5 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dan *leverage* memiliki pengaruh negatif dengan diversifikasi geografis, sedangkan R&D berpengaruh positif terhadap diversifikasi geografis.

Temuan penelitian ini menyiratkan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi akan meningkatkan kekuatan manajerial dalam mengarahkan kebijakan perusahaan. Kepemilikan manajerial yang tinggi membuat para manajer mengendalikan perusahaan dan menambah kepentingan pribadi yang besar tanpa biaya tinggi yang terkait dengan strategi diversifikasi yang relevan. Dengan demikian, para manajer memiliki insentif untuk melakukan atau tidak melakukan diversifikasi yang mungkin tidak sesuai dengan kepentingan terbaik pemegang saham minoritas. Dengan kata lain, tingkat kepemilikan manajerial yang lebih tinggi dapat menjadi sebuah masalah agensi yang lebih besar bagi pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. Pemegang saham minoritas harus lebih memperhatikan strategi diversifikasi yang digunakan oleh perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan manajerial yang rendah karena masalah ini.

Tabel 5. Hasil Uji Regresi Panel Diversifikasi Geografis

	Beta Coefficient	Standard Errors
MO	-0.016***	0.005
UKURAN	-0.132**	0.059
USIA	0.1	0.295
R&D	0.007*	0.004
ROA	0.001	0.003
LEVERAGE	-0.044**	0.021
CONSTANT	1.620***	0.200
Pseudo R2	0.18	

Keterangan L \*, \*\*, dan \*\*\* mengindikasikan tingkat signifikansi 10%, 5%, dan 1%

Penelitian ini melakukan dua uji keandalan (*robustness check*) untuk mengatasi permasalahan endogenitas. Metoda pertama adalah metode *one-lagged* yang dipopulerkan oleh Bellemare et al. (2017). Metoda kedua adalah metode *Two-Stage Least Square (TSLS)*. Kedua metoda ini mengestimasi model (1) regresi penelitian untuk dua pengukuran diversifikasi yang berbeda (DIND dan DINT). Hasil uji endogenitas dapat dilihat pada tabel 6. Hasil pada kolom (1) dan (3) merupakan estimasi dari regresi prediktif metoda *One-Lagged*. Prosedurnya adalah dengan cara mengestimasi ulang

model (1) menggunakan variabel regresor yang diambil mundur satu tahun sebelum (Brahmana et al., 2019; Brahmana et al., 2018; Kontesa, Lako, & Wendy, 2020). Kolom (1) menyajikan hasil yang serupa dimana kepemilikan manajerial (MO) masih memiliki pengaruh negatif dengan diversifikasi industri (DIND). Sementara itu, kolom (3) menyajikan hasil yang konsisten dengan hasil kami sebelumnya, dimana MO berpengaruh negatif bagi diversifikasi internasional (DINT).

Penelitian ini menguji lebih lanjut keandalan hasil penelitian dengan memperhatikan permasalahan kausalitas terbalik (*reverse causality*), yang mungkin terjadi dari diversifikasi ke kepemilikan manajerial (MO). Oleh karena itu, penelitian ini mengestimasi model (1) dalam kerangka *Two-Stage least square (TSLS)* di bawah *probit regime*. Oleh karena itu, estimasi dari *projected* MO diambil dengan mengestimasi regresi instrumental. Penelitian ini mengikuti literatur terdahulu dengan mengambil tiga variabel instrumental, yaitu jenis industri, pemegang saham pengendali, dan nilai perusahaan untuk memprediksi *projected* MO. Setelah itu, spesifikasi model diestimasi di bawah kerangka TSLS. Kolom (2) dan (4) dari Tabel 6 menyajikan hasil. Ini menegaskan kembali hubungan kausal yang berjalan dari kepemilikan manajerial (MO) hingga diversifikasi. Singkatnya, Uji keandalan menyimpulkan temuan tetap sama.

Tabel 6 Hasil Regresi TSLS dan *One-Lagged*

	PROBIT_DIND	TSLS_DIND	PROBIT_DINT	TSLS_DINT
	[1]	[2]	[3]	[4]
MO	-0.004*** (0.001)	-0.01** (0.004)	-0.002** (0.001)	-0.010** (0.005)
UKURAN	-0.016** (0.007)	-0.031*** (0.011)	-0.063*** (0.019)	-0.015* (0.008)
USIA	0.046 (0.070)	0.008 (0.036)	-0.093 (0.067)	0.030 (0.048)
RND	-0.001 (0.001)	0.002** (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
ROA	0.002* (0.001)	0.001 (0.001)	0.002 (0.001)	0.001 (0.001)
LEVERAGE	-0.006** (0.003)	-0.006** (0.003)	-0.015* (0.008)	-0.005* (0.003)
CONSTANT	0.830* (0.475)	1.445** (0.694)	-1.672*** (0.444)	-0.764 (1.012)

Keterangan: \*, \*\*, dan \*\*\* mengindikasikan tingkat signifikansi 10%, 5%, dan 1%

Hasil penelitian ini secara eksplisit mengkonfirmasi aplikasi teori agensi di literatur keuangan, terutama dalam konteks diversifikasi. Penelitian ini menegaskan bahwa keputusan strategis diversifikasi dapat dipengaruhi oleh kepentingan pribadi manajer. Ketika manajer memiliki kepemilikan manajerial yang tinggi di perusahaan yang mereka pimpin, para manajer ini cenderung menghindari risiko dengan cara menolak ekspansi bisnis seperti diversifikasi. Manajer-manajer tersebut tidak ingin mengambil keputusan strategis yang berisiko, yang mereka percaya dapat merugikan kepentingan pribadinya

melalui penurunan harga saham perusahaan tersebut. Temuan penelitian ini memperkaya literatur keuangan dengan kesimpulan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan manajer untuk menghindari risiko. Penghindaran risiko ini merupakan bagian dari biaya agensi yang dapat merugikan kesejahteraan pemegang saham.

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa manajemen dengan kepemilikan manajerial yang tinggi cenderung merugikan pemegang saham. Hal ini karena dikarenakan gaya manajemen yang sangat konservatif akan cenderung menghindari pertumbuhan dan ekspansi bisnis, yang akan membuat bisnis perusahaan bergerak menuju siklus bisnis yang menurun. Oleh karena itu, insentif berupa kepemilikan manajerial dalam rangka kompensasi pengurangan biaya agensi bukanlah ide yang baik untuk diambil oleh pemegang saham. Para investor harus mempertimbangkan kepemilikan manajerial ini dalam memilih dewan eksekutif, terutama untuk perusahaan-perusahaan yang sedang melakukan pertumbuhan dan ekspansi.

## 5. Kesimpulan, Implikasi dan Keterbatasan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap keputusan diversifikasi yang dilakukan emiten Indonesia dalam rentang periode 2016 sampai dengan 2020. Hasil penelitian ini menemukan bahwa manajer perusahaan di Indonesia memiliki tingkat kepemilikan manajerial yang lebih tinggi dan hal ini menyebabkan manajer menghindari diversifikasi. Hal ini dapat menggambarkan masalah agensi (*agency cost*) yang terjadi antara pemegang saham minoritas dan manajer, dimana manajer dengan kepemilikan manajerial yang tinggi cenderung menghindari risiko meskipun risiko tersebut bisa saja menguntungkan perusahaan. Manajer merasa diversifikasi bukan langkah yang baik dikarenakan ada kemungkinan diversifikasi dapat menurunkan harga saham, dimana manajer juga memiliki saham tersebut.

Semua temuan di penelitian ini perlu divalidasi lebih lanjut di negara berkembang lainnya untuk memverifikasi beberapa temuan yang sudah ada. Penelitian ini memiliki keterbatasan yang disebabkan oleh konteks Indonesia, khususnya emiten non-keuangan di Bursa Efek Indonesia, yang mungkin tidak mewakili negara berkembang yang besar dan penting secara strategis. Namun, berdasarkan perspektif kepentingan pribadi dari teori agensi dan konteks Indonesia yang memiliki tata kelola perusahaan yang buruk dan pasar modal yang belum berkembang, penelitian ini menguji hipotesis dengan menggunakan perusahaan yang berbasis di Indonesia sebagai sampel. Penelitian ini percaya temuan ini mungkin berlaku untuk pasar negara berkembang lainnya, meskipun titik temuannya mungkin berbeda untuk negara yang terkait dengan tahapan tata kelola perusahaan yang berbeda. Meskipun demikian, penelitian di masa datang dapat dilakukan dalam konteks emiten keuangan atau konteks negara berkembang lainnya.

Beberapa penelitian dapat dilakukan menggunakan temuan di penelitian ini. Pertama, penelitian mendatang dapat menguji dalam konteks diversifikasi yang lebih detil seperti diversifikasi vertikal versus diversifikasi horizontal atau diversifikasi dengan akuisisi versus diversifikasi *greenfield*. Kedua, beberapa variabel tata kelola perusahaan seperti pemegang saham pengendali (*controlling shareholders*), struktur dewan (*board structure*), indeks tata kelola perusahaan (*corporate governance index*), dan sumber daya direksi (*board capital*) dapat menjadi perpanjangan studi yang menarik.

## Daftar Pustaka

- Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39–65. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00798-6](http://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00798-6)rsification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39–65.
- Brahmana, R. K., Setiawan, D., & Hooy, C. W. (2019). Controlling shareholders and the effect of diversification on firm value: evidence from Indonesian listed firms. *Journal of Asia Business Studies*, 13(3), 362–383. <https://doi.org/10.1108/JABS-12-2016-0165>
- Brahmana, R., Kontesa, M., & Gilbert, R. E. (2018). Income diversification and bank performance: Evidence from Malaysian banks. *Economics Bulletin*, 38(2), 799–809.
- Chen, C. J., & Yu, C. M. J. (2012). Managerial ownership, diversification, and firm performance: Evidence from an emerging market. *International Business Review*, 21(3), 518–534. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2011.06.002>
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(00)00067-2)
- David J. Denis, Diane K. Denis, & A. S. (1997). Agency problems, equity Ownership, and corporate diversification. *CFA Digest*, 27(4), 49–51. <https://doi.org/10.2469/dig.v27.n4.171>
- Denis, D. J., Denis, D. K., & Yost, K. (2002). Global diversification, industrial diversification, and firm value. *Journal of Finance*, 57(5), 1951–1979. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00485>
- Dixon, Rob; Guariglia, A. & V. (2017). Managerial ownership, corporate governance, and firms' exporting decisions: Evidence from Chinese listed companies. *The European Journal of Finance*, 23(7–9), 802–840. <https://doi.org/https://doi.org/10.1080/1351847X.2015.1025990>
- Espinosa-Méndez, C., Jara-Bertín, M., & Maquieira, C. (2018). The influence of family and pyramidal ownership on corporate diversification in Chile. *North American Journal of Economics and Finance*, 43(October), 158–168. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2017.10.012>
- Fauver, L., Houston, J. F., & Naranjo, A. (2004). Cross-country evidence on the value of corporate industrial and international diversification. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 729–752. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00027-0](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00027-0)
- Johnson, R. A. (1996). Antecedents and outcomes of corporate refocusing. *Journal of Management*, 22(3), 439–483. <https://doi.org/10.1177/014920639602200304>
- Kontesa, M., Lako, A., & Wendy. (2020). Board capital effect on firm performance: Evidence from Indonesia. *International Journal of Business and Society*, 21(1), 491–506. <https://doi.org/10.33736/ijbs.3265.2020>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>

- Lev, A. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The Bell Journal of Economics*, 12(2), 605–617.
- Meckling, J. A. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal Of Financial Economics*, 305–360.
- Nguyen, T. X. T. (2018). Corporate governance and conglomerate diversification strategy – evidence from Vietnam. *International Journal of Emerging Markets*, 13(6), 1578–1596. <https://doi.org/10.1108/IJoEM-10-2016-0260>
- Rhou, Y., Li, Y., & Singal, M. (2019). Does managerial ownership influence franchising in restaurant companies? *International Journal of Hospitality Management*, 78(May 2018), 122–130. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2018.11.019>
- Schommer, M., Richter, A., & Karna, A. (2019). Does the diversification–firm performance relationship change over time? A meta-analytical review. *Journal of Management Studies*, 56(1), 270–298. <https://doi.org/10.1111/joms.12393>
- Shan, Y. G. (2019). Managerial ownership, board independence, and firm performance. *Accounting Research Journal*, 32(2), 203–220. <https://doi.org/10.1108/ARJ-09-2017-0149>
- Talukdar, B., Soyeh, K. W., & Parhizgari, A. M. (2021). Insider ownership, corporate diversification, and firm value: Evidence from REITs. *Journal of Real Estate Research*, 43(1), 1–20. <https://doi.org/10.1080/08965803.2021.1885960>
- Wang, H. C., Lou, Y.-I., Venezia, C. C., & Buzzetto-Hollywood, N. A. (2019). Corporate diversification and CEO compensation: Evidence from the moderating effect of stock ownership. *E-Finance*, 15(4), 83–92. <https://doi.org/10.2478/fiqf-2019-0030>