

STRATEGI DIVERSIFIKASI DAN NILAI PERUSAHAAN

Oleh :

Wayan Tantra¹

Ida Ayu Ratna Wesnawati²

Abstrak

Penelitian ini menguji pengaruh diversifikasi perusahaan terhadap nilai perusahaan dibandingkan dengan perusahaan fokusnya. Ini juga menguji pengaruh nilai perusahaan dari jenis strategi diversifikasi yang berbeda. Penelitian ini juga menguji pola hubungan antara strategi diversifikasi dan nilai perusahaan. Sampel penelitian terdiri dari 101 perusahaan manufaktur dengan tiga jenis industri yang berbeda khususnya industri kimia dasar, industri lain-lain dan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2006-2010. Metode yang digunakan untuk menganalisis data diklasifikasikan dalam tiga jenis analisis yang berbeda. Regresi linier berganda dengan variabel dummy digunakan untuk menguji keseluruhan efek penilaian strategi diversifikasi perusahaan terhadap perusahaan fokusnya. Regresi linier berganda normal digunakan untuk menguji pengaruh jenis diversifikasi yang berbeda terhadap nilai perusahaan. Squared multiple linear regression digunakan untuk menguji pola hubungan strategi diversifikasi terhadap nilai perusahaan. Hasilnya menunjukkan beberapa temuan empiris bahwa diversifikasi perusahaan memiliki nilai perusahaan yang lebih rendah daripada perusahaan fokus, namun jenis strategi diversifikasi memiliki pengaruh yang berbeda terhadap nilai perusahaan. Diversifikasi terkait memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi atau menciptakan diversifikasi premi dibandingkan diversifikasi yang tidak terkait. Hubungan antara strategi diversifikasi dan nilai perusahaan membentuk model lengkung U-shape.

Kata kunci: Strategi Diversifikasi, Diversifikasi Terkait, Diversifikasi yang Tidak Terkait, Nilai Perusahaan, Model Curvilinear U-Shape.

Abstract

The study examines the effect of firm diversification on the firm value compared to its counterpart of focus firm. It also examines the effect of firm value from a different type of

1 STIMI Handayani Denpasar

2 STIMI Handayani Denpasar

diversification strategy. The study also tests a pattern of relationship between diversification strategy and the firm value. The research samples consist of 101 manufacture firms with three different type of industries specifically basic chemical industries, miscellaneous industries and consumer goods industries listed at Indonesian Stock Market during period of 2006-2010. The method used to analysis the data classified in three different type of analysis. Multiple linear regression with dummy variable is used to test overall valuation effect of firm diversification strategy to its counterpart of focus firm. Normal multiple linear regression is used to test the effect of a different type of diversification on firm value. Squared multiple linear regression is used to test the relationship pattern of diversification strategy on firm value. The results show some empirical findings that the firm diversification has lower firm value than focus firm, however, type of diversification strategy has different effect to the firm value. A related diversification has higher firm value or creating diversification premium compared to unrelated diversification. The relationship between diversification strategy and the firm value forms the U-shape curvilinear model.

Keyword: Diversification Strategy, Related Diversification, Unrelated Diversification, Firm Value, U-Shape Curvilinear Model.

I. PENDAHULUAN

Studi tentang strategi diversifikasi dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan merupakan bidang kajian menarik yang banyak dilakukan oleh para ahli di bidang manajemen strategis dan keuangan korporasi (Ramanujam and Varadarajan, 1989). Diversifikasi itu sendiri pada dasarnya adalah strategi perusahaan pada tingkat korporasi yang dilakukan untuk memperoleh keunggulan bersaing, atau kemampuan untuk menciptakan nilai perusahaan di atas rata-rata pesaing, dengan memilih dan mengelola sejumlah unit bisnis atau usaha berbeda yang bersaing dalam beberapa industri, atau pasar produk yang berbeda (Hitt *et al.*, 2011: 156).

Tujuan utama strategi diversifikasi adalah untuk mempertahankan keunggulan bersaing yang berkesinambungan (*sustainable competitive advantage*) dan posisi bersaing perusahaan di pasar agar perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan secara terus menerus. Disamping itu pula, diversifikasi perusahaan dimaksudkan untuk menciptakan portofolio bisnis yang efisien dari berbagai kumpulan peluang investasi, yaitu portofolio yang dapat memberikan *return* maksimal dengan tingkat risiko tertentu atau *return* tertentu dengan tingkat risiko minimal.

Studi empirik yang berkembang selama ini tentang pengaruh strategi diversifikasi terhadap nilai perusahaan khususnya di pasar modal negara-negara yang sedang berkembang belum menjawab secara tegas apakah strategi diversifikasi ini meningkatkan nilai perusahaan atau

sebaliknya adalah strategi yang menghancurkan nilai perusahaan. Studi empirik yang berkembang sampai saat ini menghasilkan 2 (dua) kelompok hasil penelitian yang berbeda tentang pengaruh dari strategi diversifikasi terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian pertama menunjukkan bahwa diversifikasi perusahaan merupakan “*value destroying strategy*” atau strategi yang berdampak terhadap penurunan nilai perusahaan atau menyebabkan nilai perusahaan terdiskon, relatif dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan fokus atau segmen tunggal yang beroperasi dalam industri yang sama. Penurunan nilai perusahaan akibat strategi diversifikasi ini dikenal dengan istilah “*diversification discount*”.

Faktor penyebab penurunan nilai perusahaan atau diversifikasi diskon ini dijelaskan oleh beberapa faktor antara lain: akibat persoalan keagenan (Jensen *and* Meckling, 1976); faktor deviden (Fazzari *et al.*, 1988); efisiensi alokasi sumber daya (Lang *and* Stulz, 1994; Berger *and* Ofek, 1995); *economies of scope* (Comment *and* Jarrell, 1995); *bargaining power* diantara perusahaan dalam satu divisi (Rajan *et al.*, 2000); kompetensi organisasi (Matsusaka, 2001); ukuran perusahaan (Santalo *and* Bacerra, 2008); produktivitas (Schoar, 2002); ukuran perusahaan dan efisiensi (Campa *and* Kadia, 2002); pertumbuhan perusahaan (Gomes *and* Livdan, 2004). Hasil penelitian ini sejalan dengan kearifan konvensional diantara para ahli manajemen keuangan yang menyatakan bahwa diversifikasi itu sendiri tidak bisa meningkatkan nilai perusahaan (Ross *et al.*, 2003). Pandangan serupa juga diungkapkan oleh Brealey *and* Myers (2003) yang menyatakan diversifikasi itu lebih mudah dan lebih murah bagi para pemegang saham dari pada dilakukan oleh perusahaan.

Hasil penelitian kedua membuktikan bahwa strategi diversifikasi merupakan “*value enhancing strategy*”, atau strategi yang berdampak meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa diversifikasi perusahaan terbukti secara signifikan meningkatkan nilai perusahaan atau menciptakan premium, relatif dibandingkan dengan perusahaan fokus atau segmen tunggal yang beroperasi dalam industri yang sama. Kenaikan nilai perusahaan akibat strategi diversifikasi ini dikenal dengan istilah “*diversification premium*”.

Faktor penyebab diversifikasi premium ini dijelaskan oleh beberapa faktor antara lain: adanya faktor “*endogeneity*” atau kesalahan spesifikasi model dan metodologi (Campa *and* Kedia, 2002), kelemahan *data base* dan seringnya terjadi perubahan dalam laporan segmen perusahaan (Hyland, 1999), serta *self-selection* terhadap keputusan diversifikasi (Villalonga, 2004b), semua variabel ini berdampak menimbulkan bias terhadap nilai perusahaan yang menyebabkan terjadinya diversifikasi diskon. Argumentasi ini didukung oleh beberapa studi empirik (Chevalier, 2000; Whited, 2001; Lamont *and* Polk, 2002; Campa *and* Kedia, 2002; Denis *et al.*, 2002; Billett *and* Mauer, 2003; Villalonga, 2004a; Jandik *and* Makija, 2004; Lin *and* Su, 2007) yang menunjukkan bahwa diversifikasi perusahaan tidak terbukti menimbulkan efek

penurunan nilai perusahaan. Penelitian empirik Campa *and* Kedia (2002), menggunakan teknik ekonometrik prosedur dua tahap dari model Heckman (1979), kemudian membuktikan bahwa tidak terdapat penurunan nilai perusahaan, diversifikasi diskon berubah menjadi diversifikasi premium ketika faktor *endogeneity* dikontrol.

Studi empirik yang berkembang tentang pengaruh dari strategi diversifikasi terhadap nilai perusahaan juga tidak secara tegas memisahkan pola pengaruh dari masing-masing jenis strategi diversifikasi yang berbeda. Baik pengaruh antara strategi diversifikasi berhubungan (*related diversification*) dan diversifikasi tidak berhubungan (*unrelated diversification*) terhadap nilai perusahaan, sehingga efek marginal dari strategi diversifikasi terhadap nilai perusahaan menjadi tidak jelas (Mackey *and* Barney, 2006).

Menurut kajian teoritik (Rumelt, 1982; Palepu, 1985; Barton, 1988; Hill *et al.*, 1992; Markides *and* Williamson, 1994) diversifikasi perusahaan berhubungan (*related diversification*) memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi, relatif dibandingkan dengan diversifikasi perusahaan yang tidak berhubungan (*unrelated diversification*). Keunggulan ini disebabkan karena adanya potensi untuk melakukan sinergi, transfer kompetensi inti antar perusahaan dan *sharing activities*, yang berdampak menciptakan *economies of scope*. Kesimpulan teoritik ini didukung oleh studi empirik yang dilakukan (Amit *and* Livnat, 1988; Lubatkin *and* Rogers, 1989; Palepu, 1985; Rumelt, 1974, 1982; Simmonds, 1990; Varadarajan *and* Ramanujam, 1987). Namun demikian, hasil studi empirik ini jauh dari satu kesepakatan dan kesimpulan umum, tentang superioritas dari diversifikasi berhubungan terhadap diversifikasi tidak berhubungan, sehingga mendorong dilakukan penelitian lanjutan (Hoskisson *and* Hitt, 1990; Palich *et al.*, 2000).

Studi empirik lainnya menunjukkan bahwa diversifikasi tidak berhubungan (*unrelated diversification*) memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi, relatif dibandingkan dengan diversifikasi berhubungan (Weston *et al.*, 1972; Ravenscraft, 1983; Michel *and* Shaked, 1984; Chatterjee, 1986). Keunggulan ini disebabkan oleh adanya efek pengurangan risiko (Amihud *and* Lev, 1981), alokasi modal internal yang lebih efisien (Schafstein *and* Stein, 2000), *coinsurance effect* (Lewellen, 1971), stabilitas laba (Higgins *and* Schall, 1975) serta perlindungan pajak yang lebih besar (Singh *et al.*, 2004) sehingga mendorong kenaikan harga saham dan menciptakan diversifikasi premium serta berdampak terhadap kenaikan nilai perusahaan.

Strategi diversifikasi perusahaan disamping memberikan banyak manfaat strategis dan ekonomis, dalam jangka panjang strategi perusahaan ini juga menimbulkan biaya organisasi dan koordinasi yang sangat besar, yang berpotensi mengurangi manfaat bersih yang dihasilkannya, sehingga berdampak terhadap penurunan nilai perusahaan. Persoalan ini kemudian mendorong pencarian tingkat optimalisasi pola hubungan antara diversifikasi dengan nilai perusahaan. Studi teoritik (Hitt *et al.*, 2011) dan studi empirik yang dilakukan (Markides, 1992; Grant *et*

al., 1998; Palich *et al.*, 2000) menunjukkan bahwa pada tahap awal diversifikasi perusahaan dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan memberi dampak positif terhadap nilai perusahaan. Selama dukungan sumber daya perusahaan masih ada maka manajer perusahaan akan terdorong untuk melakukan diversifikasi secara terus menerus. Sampai titik tertentu manfaat ekonomis dari strategi diversifikasi tidak lagi memberikan kontribusi positif terhadap nilai perusahaan. Biaya organisasi dan koordinasi yang timbul akan meningkat tajam, kemudian mendorong terjadinya penurunan nilai perusahaan. Pola hubungan diversifikasi perusahaan dengan nilai perusahaan akan bergerak mengikuti curvilinear dengan model bentuk U terbalik (*The Inverted U Model*).

Pengamatan terhadap fakta empirik diversifikasi perusahaan di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2006-2010 pada sektor industri manufaktur yang meliputi: sektor industri dasar dan kimia, aneka industri dan industri barang konsumsi, menunjukkan bahwa 65% perusahaan yang diamati melakukan diversifikasi perusahaan, baik diversifikasi berhubungan (*related diversification*) atau diversifikasi tidak berhubungan (*unrelated diversification*) yang lazim disebut diversifikasi konglomerat. Penelitian Harto (2007) terhadap diversifikasi perusahaan di BEI periode tahun 2003-2004, menunjukkan bahwa 81% perusahaan disektor industri properti dan real estat, infrastruktur dan utilitas serta perdagangan dan jasa merupakan perusahaan yang terdiversifikasi. Indikasi ini menunjukkan bahwa perusahaan di BEI meningkatkan nilai perusahaan dengan melakukan strategi diversifikasi perusahaan. Model pendekatan maksimalisasi nilai perusahaan dengan menerapkan strategi diversifikasi dalam literatur keuangan strategis disebut dengan “*diversification-value maximizing strategy*” (Gomes and Livdan, 2004).

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji dan menganalisis apakah strategi diversifikasi perusahaan berdampak secara signifikan terhadap penurunan nilai perusahaan dibandingkan dengan perusahaan yang menerapkan strategi fokus atau yang beroperasi pada segmen tunggal. Menguji dan menganalisis apakah perusahaan yang memilih jenis strategi diversifikasi berhubungan memiliki nilai perusahaan yang lebih baik relatif dibandingkan dengan jenis diversifikasi yang tidak berhubungan. Menguji dan menganalisis apakah terdapat pola hubungan curvilinear model U terbalik sebagaimana yang direkomendasikan oleh hasil studi Palich *et al.* (2000), tentang hubungan antara diversifikasi dengan nilai perusahaan terjadi pada perusahaan yang melakukan strategi diversifikasi di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang tergolong sebagai negara dengan klasifikasi pasar modal yang sedang berkembang.

II. LANDASAS TEORI

A. Diversifikasi Perusahaan

Sebagian besar definisi diversifikasi terinspirasi oleh karya Ansoff (1957:114) untuk menjelaskan strategi pertumbuhan yang melibatkan memasuki pasar baru dengan lini produk

baru. Berry (1971: 380) mendefinisikan diversifikasi sebagai kenaikan jumlah industri dimana perusahaan beroperasi. Ramanujam *and* Varadarajan (1989: 525) mendefinisikan diversifikasi sebagai masuknya perusahaan pada lini aktivitas baru. Montgomery *and* Wernerfelt (1988) merumuskan diversifikasi perusahaan menggunakan pendekatan klasifikasi industri pada SIC (*standard industrial classification*), yaitu model perhitungan sederhana yang mengelompokkan aktivitas bisnis berdasarkan numerik.

Literatur manajemen keuangan korporasi mendefinisikan diversifikasi perusahaan sebagai perusahaan-perusahaan yang beroperasi di lebih dari satu segmen industri (Maksimovic *and* Phillips dalam Eckbo, 2007: 425). Selama satu dekade banyak teori tentang diversifikasi perusahaan telah dikembangkan dalam literatur keuangan korporasi. Menurut Erdorf *et al.* (2012) beberapa teori keuangan yang berpengaruh dalam menjelaskan keputusan diversifikasi perusahaan meliputi: (1) teori keagenan, (2) teori pasar modal internal yang efisien, (3) teori *co-insurance*, (4) teori model maksimalisasi nilai.

Perspektif teori keagenan menjelaskan adanya pemisahan antara kepemilikan dengan pengendalian pada korporasi moderen mengarah kepada perbedaan kepentingan antara prinsipal dengan agen. Keputusan manajer melakukan strategi diversifikasi perusahaan dipicu diantara keinginan untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan kepentingan pribadi dan potensi dirinya untuk diganti. Beberapa persoalan keagenan yang mempengaruhi keinginan manajer untuk melakukan keputusan diversifikasi perusahaan sebagian didorong oleh keinginan untuk: (1) meningkatkan kekuasaan, kompensasi dan penghasilan tambahan (Jensen, 1986; Jensen *and* Murphy, 1990; Stulz, 1990). (2) mengurangi risiko pribadi yang berhubungan erat dengan risiko perusahaan (Amihud *and* Lev, 1981). (3) upaya untuk mempertahankan diri (Shleifer *and* Vishny, 1989). Menurut teori keagenan, manajer cenderung untuk melakukan investasi berlebihan (*overinvestment*) atau menciptakan “*empire building*” (Williamson, 1975; Donaldson, 1984), dan sentiasa berusaha mempertahankan pertumbuhan melebihi batas ukuran optimal.

Perspektif teori pasar modal internal yang efisien (*efficient internal capital market*), menjelaskan keputusan manajer untuk melakukan strategi diversifikasi perusahaan disebabkan adanya kemampuan perusahaan terdiversifikasi untuk mentransfer modal dari satu perusahaan ke perusahaan lainnya tanpa menimbulkan eksekusi terhadap biaya transaksi (Stein, 1997). Kemampuan transfer modal ini dikenal dalam literatur manajemen keuangan sebagai “*the winning-picking theory*” yaitu kemampuan untuk memilih unit bisnis dalam perusahaan yang menghasilkan arus kas baik dan menggunakan arus kas dari unit bisnis yang baik untuk membantu unit bisnis lain yang membutuhkan modal. Diversifikasi perusahaan dimaksudkan untuk menciptakan sarana pembiayaan internal, karena adanya kemampuan subsidi silang antar unit bisnis yang membutuhkan arus kas tanpa adanya biaya transaksi dan pengawasan eksternal.

Perspektif teori *co-insurance*, menjelaskan adanya kombinasi unit bisnis yang berbeda pada perusahaan yang melakukan strategi diversifikasi dengan arus kas yang berkorelasi tidak sempurna, dapat mengurangi risiko perusahaan secara keseluruhan dan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban hutang yang lebih baik. Pengaruh *co-insurance* dapat meningkatkan kapasitas hutang potensial yang lebih besar, pada gilirannya berpengaruh meningkatkan nilai perusahaan karena adanya faktor perlindungan pajak yang lebih besar.

Perspektif teori maksimalisasi nilai, menjelaskan manajer melakukan keputusan diversifikasi untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan melakukan kombinasi optimal antara pertumbuhan (*growth*) dan ukuran perusahaan (*firm size*). Beberapa studi empirik oleh (Maksimovic and Phillips, 2002; Gomes and Livdan, 2004) menunjukkan bahwa strategi diversifikasi perusahaan konsisten dengan prinsip maksimalisasi nilai perusahaan.

1. Diversifikasi Berhubungan (*Related Diversification*)

Diversifikasi perusahaan berhubungan atau sering juga disebut dengan diversifikasi konsentrik adalah diversifikasi perusahaan yang terkait dengan produk, pasar dan teknologi, dari perusahaan yang sudah ada (Pearce and Robinson, 1997: 304). Keterkaitan diantara unit bisnis terjadi ketika rantai nilai perusahaan memiliki kesesuaian strategis dengan semua unit bisnisnya dan secara kompetitif dapat menciptakan nilai (David, 2011: 143). Strategi ini dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan membangun keunggulan bersaing melalui konfigurasi sumber daya dan kemampuan yang mengkaitkan semua unit bisnis strategisnya dalam satu rantai nilai agar tercipta sinergi melalui *economies of scope* dan *economies of scale*.

Menurut Bruce (2000), perspektif teoritik yang dapat menjelaskan munculnya strategi diversifikasi perusahaan berhubungan dan kemampuan dari strategi ini dalam meningkatkan nilai perusahaan dapat diklasifikasikan menjadi 4 (empat) kategori yaitu: (1) pendekatan hubungan operasional nyata (*tangible operational relatedness approach*) yang diusulkan oleh kelompok ahli ekonomi industri. (2) pendekatan berbasis pengetahuan dan kompetensi (*competence and knowledge based approach*) diusulkan oleh kelompok ahli ekonomi *resources based management*. (3) *market power approach* diusulkan oleh kelompok ahli ekonomi industri dan ahli teori permainan (*game theorist*). (4) *strategic approach* diusulkan oleh kelompok ahli strategik.

2. Diversifikasi Tidak Berhubungan (*Unrelated Diversification*)

Diversifikasi tidak berhubungan atau lebih dikenal dengan istilah diversifikasi konglomerat adalah diversifikasi yang dilakukan oleh perusahaan dimana unit bisnis yang satu dengan unit bisnis lainnya atau unit bisnis yang ada pada saat ini, tidak memiliki hubungan satu sama lainnya (Hitt et al., 2011; Wheelen and Hunger, 2012: 215). Diversifikasi tidak berhubungan terjadi

ketika rantai nilai pada masing-masing unit bisnisnya tidak sama, serta tidak terdapat hubungan antar unit bisnisnya, dan secara kompetitif memiliki nilai tersendiri (David, 2011: 143).

Tujuan utama strategi ini adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui keunggulan bersaing dengan menciptakan keseimbangan portofolio bisnis dari pengaruh siklus (Pearce *and* Robinson, 1997: 306), dan untuk meminimalisasi risiko perusahaan (Amihud *and* Lev, 1981) dengan cara mengkonfigurasi unit bisnis strategisnya terpisah satu sama lainnya, serta kemampuan untuk menciptakan pasar modal internal yang lebih efisien untuk membiayai investasinya (*efficient internal capital market*) dan kemampuan untuk memperbesar kapasitas hutang melalui *co-insurance effect*.

Menurut Bruce (2000), model teoritik yang dapat menjelaskan munculnya strategi diversifikasi tidak berhubungan dan keunggulan strategi ini untuk meningkatkan nilai perusahaan dapat diklasifikasikan menjadi empat pendekatan yaitu: (1) pendekatan “*dominant management logic*”, (2) pendekatan “*cluster*” (3) pendekatan alokasi modal yang efisien, (4) talenta manajemen.

3. Manfaat dan Biaya dari Diversifikasi Perusahaan

Menurut Martin *and* Sayrak (2003), perusahaan yang melakukan strategi diversifikasi lebih mempertimbangkan faktor manfaat dan biaya dari setiap keputusan strategi diversifikasi perusahaan serta efeknya terhadap nilai perusahaan. Beberapa studi empirik telah menunjukkan manfaat ekonomis dan finansial dari strategi diversifikasi perusahaan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan baik di negara-negara maju maupun negara yang sedang berkembang. Manfaat ekonomis tersebut meliputi: manfaat sinergi operasional dan finansial, kemampuan untuk meningkatkan kapasitas hutang yang lebih besar, pasar modal internal yang efisien dan kemampuan untuk menurunkan risiko, serta manfaat perlindungan pajak

Bhide (1990) mengidentifikasi manfaat potensial bagi para pemegang saham dari strategi diversifikasi perusahaan yaitu: hubungan terhadap konsumen, pemasok, kreditor dan aparat perpajakan pada perusahaan yang terdiversifikasi dipengaruhi oleh keuntungan agregat dari unsur bisnisnya. Disamping itu pula strategi diversifikasi perusahaan pada umumnya menciptakan peluang investasi untuk meningkatkan nilai perusahaan disamping menimbulkan tambahan biaya *overhead* dan biaya administrasi.

Studi empirik oleh (Ramanujam *and* Varadarajan, 1989; Robins *and* Wiersema, 2003; Damodaran, 2005) menunjukkan bahwa manfaat diversifikasi perusahaan adalah karena adanya efek sinergi (*synergies effect*) secara operasional dan finansial. Robins *and* Wiersema (2003) mengemukakan, keterkaitan unit bisnis dalam portofolio perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan oleh karena adanya manfaat *economies of scope*. Adanya kombinasi dari beberapa

unit bisnis dalam portofolio perusahaan berdampak meningkatkan kapasitas produksi, penjualan dan laba.

Studi Lewellen (1971) menyatakan, adanya manfaat dari efek tanggungan bersama (*coinsurance effect*) yang diperoleh dari kombinasi unit bisnis berbeda pada diversifikasi perusahaan, maka perusahaan yang arus kasnya lebih buruk bisa disubsidi oleh perusahaan yang memiliki arus kas yang lebih baik. Disamping itu pula, Gertner *et al.* (1994) dan Stein (1997) mengemukakan adanya manfaat *internal capital market*. Pasar modal internal mendorong kemampuan perusahaan untuk mendanai kebutuhan investasi perusahaan terhadap modal, sehingga bisa menjadi sumber nilai bagi perusahaan.

Strategi diversifikasi perusahaan juga berpotensi menimbulkan ketidakefisienan biaya ekonomis yang dapat menghancurkan nilai perusahaan. Argumentasi fundamental tentang biaya yang timbul dari strategi diversifikasi perusahaan yang berpengaruh terhadap penurunan nilai perusahaan adalah adanya persoalan keagenan manajerial dan ketidakefisienan operasi dan finansial dari perusahaan yang terdiversifikasi. Manajer perusahaan terdiversifikasi cenderung menyalahgunakan arus kas bebas dengan melakukan investasi berlebihan (*over investment*) ketika memiliki *excess free cash flow* yang berdampak menurunkan nilai perusahaan (Jensen, 1993). Perusahaan yang terdiversifikasi memiliki tingkat kesulitan yang lebih tinggi untuk memecahkan persoalan keagenan ini dengan partisipasi ekuitas.

Akses pasar modal internal dengan mudah memberikan peluang untuk melakukan investasi secara berlebihan pada unit bisnis yang tidak menghasilkan arus kas bersih positif. Investasi ini berdampak menimbulkan *overinvestment* yang merugikan nilai perusahaan dan hanya akan menciptakan *empire building*. Demikian pula nilai pasar ekuitas perusahaan yang terdiversifikasi mencerminkan kinerja dari berbagai kombinasi portofolio unit bisnisnya. Sedangkan manajer operasi dalam divisi tersebut hanya memiliki pengaruh langsung atas kinerja unit bisnis tertentu saja, sehingga efek keputusan investasi manajer tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

4. Nilai Perusahaan

Model pengukuran nilai perusahaan bagi perusahaan yang melakukan strategi diversifikasi telah banyak dikembangkan untuk mengukur kinerja dan nilai perusahaan yang mencakup model pengukuran tradisional dan model pengukuran yang dikembangkan secara empirik. Model ukuran nilai tradisional yang sering dipergunakan untuk mengukur nilai bagi perusahaan yang melakukan strategi diversifikasi adalah *market to book ratio*. Sedangkan model empirik yang banyak dipergunakan untuk mengukur nilai perusahaan terdiversifikasi adalah: (1) Tobin's q dan (2) *excess value*.

Model nilai perusahaan menggunakan variable Tobin's q yang dikembangkan oleh Lang and Stulz (1994), pada dasarnya adalah rasio antara nilai pasar saham biasa ditambah dengan nilai buku hutang dan nilai buku saham preferen terhadap nilai buku dari total aktiva tersebut. Model ini berasal dari modifikasi ukuran nilai perusahaan berdasarkan pada nilai pasar yang dikembangkan sebelumnya oleh Lindenberg and Ross (1981) yang kemudian dimodifikasi oleh Smirlock *et al.* (1984) untuk menghitung nilai penggantian atas aktiva. Chung and Pruitt (1994), kemudian memodifikasi model Tobin's q yang didasarkan pada pertimbangan kemudahan dan ketersediaan data laporan keuangan perusahaan. Versi modifikasi ini 96,6% mendekati formula asli yang dipergunakan pada model Lindenberg and Ross (1981) sebelumnya.

Model *excess value* pada dasarnya adalah rasio logaritma natural dari nilai kapitalisasi pasar terhadap *imputed value*. Pada hakekatnya model ini merupakan selisih nilai perusahaan terdiversifikasi dengan nilai perusahaan segmen tunggal. Nilai *excess value* positif, menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan diversifikasi memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan segmen tunggal. Sebaliknya, nilai *excess value* negatif, berarti nilai perusahaan yang terdiversifikasi lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan fokus. Model *excess value*, sebagai pengukur nilai perusahaan alternatif telah banyak dipergunakan dalam studi empiric untuk mengukur nilai perusahaan bagi perusahaan yang melakukan strategi diversifikasi oleh para ahli dan peneliti keuangan korporasi (Berger and Ofek, 1995; Campa and Kedia, 2002; Lins and Servaes, 2002; Mansi and Reeb, 2002; Harto, 2007).

5. Model Curvilinier Diversifikasi Perusahaan

Kajian teoritik dan empirik dari para ahli keuangan korporasi dan manajemen strategik yang berkembang saat ini dalam literatur manajemen keuangan strategik didasarkan pada besarnya perbandingan antara kontribusi manfaat dan biaya dari strategi ini terhadap nilai perusahaan. Para ahli dan peneliti telah merumuskan 3 (tiga) model pola hubungan antara strategi diversifikasi dengan nilai perusahaan yaitu: (1) model linier, (2) model curvilinier berbentuk U terbalik (*inverted U-shape model*), (3) *intermediate model*.

Model curvilinier berbentuk U terbalik (*inverted U-shape model*), didasarkan pada hasil studi empirik longitudinal dari Palich *et al.* (2000) yang menyatakan, bahwa pada tahap awal dampak dari strategi diversifikasi perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Sampai pada titik tertentu, kenaikan diversifikasi perusahaan akan menimbulkan biaya marginal yang meningkat sangat cepat, sehingga menurunkan nilai perusahaan. Pola hubungan diversifikasi dengan nilai perusahaan dalam jangka panjang akan membentuk model curvilinier dengan pola bentuk U terbalik (*inverted U-shape model*).

B. Tinjauan Penelitian Terdahulu

Chen *and* Ho (2000) meneliti tentang pengaruh strategi diversifikasi perusahaan terhadap nilai perusahaan yang dimoderasi oleh faktor persoalan keagenan. Penelitian ini dilakukan terhadap 145 perusahaan publik yang terdaftar di *Stock Exchange of Singapore* (SES) di tahun 1995. Hasil penelitian ini menunjukkan terjadi penurunan nilai perusahaan atau diversifikasi diskon pada perusahaan-perusahaan dengan kepemilikan oleh manajer yang lebih kecil.

Denis *et al.* (2002) meneliti tentang dampak nilai perusahaan pada perusahaan yang melakukan strategi diversifikasi, baik diversifikasi industri dan diversifikasi global. Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan yang melakukan diversifikasi industri dan diversifikasi global dari tahun 1984 sampai dengan tahun 1997 di Amerika. Hasil penelitian ini menunjukkan kenaikan diversifikasi global berpengaruh terhadap penurunan nilai perusahaan, sebaliknya penurunan diversifikasi global berpengaruh terhadap kenaikan nilai perusahaan.

Nakano *et al.* (2004) meneliti pengaruh dari strategi diversifikasi berhubungan (*related diversification*) dan diversifikasi tidak berhubungan (*unrelated diversification*) terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini dilakukan terhadap semua perusahaan Jepang yang tercatat di *The NIKKEI NEEDS* periode tahun 1998-2001, dengan tidak mengikutsertakan perusahaan jasa keuangan. Sampel penelitian ini meliputi 13.310 tahun perusahaan dan 27.640 segmen bisnis. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan pada strategi diversifikasi berhubungan (3,29%) lebih tinggi dibandingkan dengan diversifikasi tidak berhubungan (-1,79%).

Galvan *et al.* (2007) meneliti tentang pola hubungan antara diversifikasi perusahaan dan nilai perusahaan periode 1990-2003 di 10 negara di kawasan Eropa. Sampel penelitian ini meliputi 845 perusahaan dengan 6.700 observasi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa model pola hubungan strategi diversifikasi perusahaan dengan nilai perusahaan di kawasan Eropa secara signifikan mengikuti model curvilinear berbentuk U terbalik.

Palich *et al.* (2000) meneliti tentang pola hubungan antara strategi diversifikasi perusahaan dan nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan metoda pendekatan meta-analisis, terhadap beberapa studi empirik yang telah dilakukan sebelumnya oleh beberapa peneliti, yang telah menguji hubungan antara diversifikasi dan kinerja perusahaan pada 82 studi kuantitatif hubungan diversifikasi-kinerja. Pola hubungan diversifikasi dan nilai perusahaan akan mengikuti model curvilinear yang berbentuk U terbalik (*the inverted U shape model*).

Harto (2007) meneliti tentang dampak nilai perusahaan pada perusahaan yang melakukan strategi diversifikasi perusahaan di Indonesia. Penelitian ini dilakukan terhadap 100 perusahaan yang terdaftar di BEJ periode tahun 2003-2004, yang mencakup 82 perusahaan yang terdiversifikasi dan 18 perusahaan segmen tunggal. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa

diversifikasi perusahaan pada ketiga sektor industri di Indonesia secara keseluruhan berdampak terhadap penurunan nilai perusahaan.

Bae *et al.* (2008) menunjukkan superioritas nilai perusahaan pada strategi diversifikasi berhubungan dibandingkan dengan diversifikasi tidak berhubungan. Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan manufaktur Korea dengan tidak memasukkan perusahaan tembakau, jasa keuangan dan utilitas yang terdaftar di Bursa Efek Korea sebelum dan sesudah krisis keuangan yang melanda perekonomian Korea dari periode tahun 1994 sampai dengan 2000. Hasil penelitian ini secara keseluruhan menunjukkan bahwa nilai perusahaan pada strategi diversifikasi tidak berhubungan (*unrelated diversification*) lebih rendah dibandingkan dengan diversifikasi berhubungan (*related diversification*).

C. Hipotesis

1. Pengaruh Strategi Diversifikasi Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Strategi diversifikasi menghancurkan nilai perusahaan, hasil penelitian ini menyatakan bahwa diversifikasi perusahaan merupakan strategi yang menghancurkan nilai perusahaan (*value-destroying strategies*). Perusahaan yang melakukan strategi diversifikasi cenderung memiliki nilai Tobin's q dan *excess value* yang relatif lebih rendah, dibandingkan dengan perusahaan yang menerapkan strategi fokus. Saham perusahaan yang terdiversifikasi diperdagangkan relatif lebih rendah sampai dengan 15%, dibandingkan dengan portofolio perusahaan segmen tunggal (Lang and Stulz, 1994; Berger and Ofek, 1995; Lins and Servaes, 2002; Lammont and Polk, 2002).

Studi Lins and Servaes (2002) di negara Asia yang meliputi tujuh negara yaitu: Indonesia, Malaysia, Hong Kong, Korea Selatan, India, Thailand dan Singapore, menunjukkan bahwa perusahaan yang terdiversifikasi di negara-negara yang sedang berkembang mengalami penurunan nilai atau terdiskon rata-rata sebesar 7%, relatif dibandingkan dengan perusahaan segmen tunggal.

Beberapa studi yang mengeksplorasi pengaruh strategi diversifikasi terhadap nilai perusahaan juga telah dilakukan di Indonesia, khususnya di Bursa Efek Jakarta (BEJ) oleh (Harto, 2007; Satoto, 2009; Aisyah and Subroto, 2011), menunjukkan bahwa strategi diversifikasi berdampak terhadap penurunan nilai perusahaan yang disebabkan oleh faktor persoalan keagenan dan stabilitas ekonomi. Studi empirik Harto (2007) terhadap 100 perusahaan di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2003-2004, menunjukkan bahwa strategi diversifikasi perusahaan berdampak terhadap penurunan nilai perusahaan, dipicu oleh adanya persoalan keagenan. Studi Satoto (2009) tentang pengaruh diversifikasi perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2004-2005, menunjukkan bahwa perusahaan yang

terdiversifikasi mengalami penurunan nilai perusahaan atau terdiskon relatif terhadap perusahaan fokus, meskipun hasil penelitian ini tidak signifikan.

H1: Strategi diversifikasi perusahaan berpengaruh signifikan terhadap penurunan nilai perusahaan relatif dibandingkan dengan perusahaan yang melakukan strategi fokus atau segmen tunggal.

2. Pengaruh Diversifikasi Perusahaan Berhubungan terhadap Nilai Perusahaan

Studi empirik yang telah dilakukan menunjukkan bahwa diversifikasi perusahaan berhubungan memiliki efek nilai perusahaan yang lebih superior dibandingkan dengan diversifikasi perusahaan tidak berhubungan. Kajian teoritik dan empirik yang ada memberikan dukungan terhadap efek nilai perusahaan dari strategi diversifikasi berhubungan terhadap nilai perusahaan (Pils, 2009; Palich *et al.*, 2000; Denis *et al.*, 1997; Hoskisson and Hitt, 1990; Matsusaka, 1993; Ramanujam and Varadarajan, 1989).

Studi (Zhao and Luo, 2002; Szeless *et al.*, 2003; Mayer and Whittington, 2003; Varadarajan and Ramanujam, 1987; Markides and Williamson, 1994; Robins and Wiersema, 1995; Lubatkin and Rogers, 1989; Palepu, 1985), mendokumentasikan bahwa strategi diversifikasi berhubungan (*related diversification*) memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan diversifikasi yang tidak berhubungan (*unrelated diversification*), yang disebabkan oleh kemampuan sinergi dan faktor *economies of scope*.

Beberapa studi empirik yang dilakukan di negara Asia menunjukkan bahwa strategi diversifikasi berhubungan (*related diversification*) memiliki nilai perusahaan yang lebih superior dibandingkan dengan strategi diversifikasi yang tidak berhubungan (*unrelated diversification*). Superioritas dari strategi diversifikasi berhubungan dihasilkan dari adanya kemampuan sinergi antar unit bisnis, *economies of scope*, serta adanya keunggulan karena penghematan pajak.

Studi Bae *et al.* (2008) yang dilakukan terhadap industri manufaktur di Korea Selatan periode tahun 1994-2000. Studi Nakano *et al.* (2004) terhadap perusahaan-perusahaan Jepang yang terdaftar di *NIKKEI NEEDS* periode tahun 1998-2001, menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan strategi diversifikasi berhubungan memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang melakukan strategi diversifikasi yang tidak berhubungan disebabkan oleh adanya kemampuan untuk melakukan sinergi, pada saat terjadi krisis ekonomi.

H2: Strategi diversifikasi berhubungan (*related diversification*) memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan strategi diversifikasi tidak berhubungan (*unrelated diversification*).

3. Pengaruh Diversifikasi Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan dan Model Curvelinier Berbentuk U Terbalik

Pengaruh strategi diversifikasi terhadap nilai perusahaan didasarkan pada besarnya perbandingan kontribusi antar manfaat dan biaya dari strategi diversifikasi perusahaan tersebut (Martin *and* Sayrak, 2003; Lang *and* Stulz, 1994; Markides *and* Williamson, 1994; Galai *and* Masulis, 1976; Higgins *and* Schall, 1975).

Studi empirik yang dilakukan oleh Palich *et al.* (2000) dan Galvan *et al.* (2007) telah mencoba mencari model pola hubungan antara strategi diversifikasi dengan nilai perusahaan dari tiga model yang bersaing dalam literature yang ada, berdasarkan atas besarnya kontribusi manfaat dan biaya dari strategi ini terhadap nilai perusahaan.

Studi Palich *et al.* (2000) menggunakan teknik meta analisis terhadap 55 studi yang diterbitkan sebelumnya yang berhubungan dengan dinamika manfaat dan biaya dari strategi diversifikasi, kemudian menyimpulkan bahwa biaya marginal diversifikasi akan meningkat lebih cepat ketika diversifikasi telah mencapai titik optimal dan pada titik ini juga manfaat diversifikasi semakin menurun, sehingga nilai perusahaan juga mengalami penurunan. Maka pola hubungan diversifikasi dengan nilai perusahaan akan mengikuti model curvilinier yang berbentuk U terbalik (*inverted-U shape model*). Penelitian empirik Galvan *et al.* (2007) terhadap pola hubungan diversifikasi perusahaan dengan nilai perusahaan menggunakan data panel pada sepuluh negara di kawasan Eropa dari tahun 1990-2003, mendukung kesimpulan teoritik Palich *et al.* (2000) tentang model curvilinier dengan model berbentuk U terbalik.

H3: Konsisten dengan studi Palich *et al.* (2000), pola hubungan antara strategi diversifikasi perusahaan dan nilai perusahaan, berdasarkan perbandingan kontribusi manfaat dan biaya dari strategi ini, akan mengikuti model curvilinier dengan pola berbentuk U terbalik (*the inverted U shape model*).

III. METODE PENELITIAN

A. Populasi dan Sampel Penelitian

1. Populasi Penelitian

Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan industri manufaktur yang telah *go public* dan tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tahun 2006 – 2010 sebanyak 134 industri. Berdasarkan data yang ada jumlah Industri Dasar dan Kimia sebanyak 56 atau 42% dari total industri manufaktur yang ada. Aneka Industri sebanyak 45 atau 34% dan Industri Barang Konsumsi sebanyak 33 atau 25% (sumber: IDX Fact Book 2011).

2. Sampel Penelitian dan Teknik Pengambilan Sampel

Sampel penelitian ini adalah industri manufaktur yang meliputi: sektor industri dasar dan

kimia, aneka industri, dan industri barang konsumsi. Berdasarkan hasil perhitungan teknik pengambilan sampel yang telah dilakukan, maka jumlah sampel perusahaan manufaktur yang siap diolah setelah dilakukan perhitungan berjumlah sebesar 101 perusahaan. Sampel penelitian adalah sebagian dari populasi yang diambil sebagai sumber data dan dapat mewakili seluruh populasi (Arikunto, 2004).

Teknik sampling yang dilakukan dalam penelitian ini, menggunakan metode *proportionate stratified random sampling*, dengan kriteria yang ditetapkan. Diantaranya perusahaan sudah tercatat sebagai perusahaan publik pada tahun 2006-2010 sebagai tahun observasi. Perusahaan harus memiliki laporan keuangan lengkap, termasuk penjelasan dan pengungkapan laporan segmen.

B. Teknik Analisis

1. Variabel Dependen.

Nilai Perusahaan

Varibel yang dipergunakan untuk mengukur nilai perusahaan pada penelitian ini masing-masing menggunakan 2 (dua) ukuran nilai perusahaan yang berbeda yaitu: Tobin's q dan *excess value*. Merujuk pada beberapa studi empirik yang dilakukan oleh (Lang and Stulz, 1994; Chung and Pruitt, 1994; Berger and Ofek, 1995; Campa and Kedia, 2002). Harga saham yang dipergunakan dalam mengukur tingkat kapitalisasi pasar untuk menghitung nilai perusahaan pada penelitian ini didasarkan pada harga saham penutupan pada akhir tahun.

Tobin's q pada penelitian ini dihitung menggunakan formulasi model modifikasi dari studi empirik Chung and Pruitt (1994) yang dirumuskan sebagai berikut.

$$\text{Tobin's } q = \frac{\text{Nilai Pasar Saham Biasa} + \text{Nilai Hutang}}{\text{Nilai Buku Total Aktiva}}$$

Dimana Nilai Pasar Saham Biasa (jumlah saham beredar x harga pasar saham). Nilai Hutang dihitung dengan cara (Hutang Lancar – Aktiva lancar) + Hutang Jangka Panjang.

Excess value pada penelitian ini merujuk pada formulasi dari studi empirik yang dilakukan oleh Berger and Ofek (1995) dan Campa and Kedia (2002) yang dirumuskan sebagai berikut.

$$\begin{aligned} \text{Excess Value} &= \ln (\text{Kapitalisasi Pasar} / \text{Imputed Value}) \\ \text{Imputed Value}_{i,t} &= \sum_{i=1}^n \text{segsales} \times \text{Ind}(\text{Kapitalisasi Pasar} / \text{Penjualan})/j \end{aligned}$$

Dimana Kapitalisasi Pasar (nilai pasar ekuitas saham + nilai buku hutang). *Segsales* = penjualan pada masing-masing segmen. $\text{Ind}(\text{Kapitalisasi Pasar} / \text{Penjualan})$ dihitung dari rasio median dari kapitalisasi pasar terhadap penjualan perusahaan segmen tunggal dalam satu industri.

2. Variabel Independen

a. Diversifikasi Perusahaan

Formula yang dipergunakan untuk mengukur diversifikasi perusahaan adalah Herfindahl Indek (HI) merujuk pada studi empirik Lin and Su (2007) yang dirumuskan sebagai berikut merujuk pada studi empirik Lin and Su (2007).

$$HI_i = \sum_{j=1}^m \left(\frac{\text{Penjualan}_{j,i}}{\sum_j^m \text{Penjualan}_{j,i}} \right)^2$$

dimana $\text{Penjualan}_{j,i}$ menunjukkan besarnya proporsi penjualan perusahaan j pada periode i dan $\sum_j^m \text{penjualan}_{j,i}$ menunjukkan total penjualan perusahaan yang terdiversifikasi.

b. Diversifikasi Perusahaan Berhubungan

Variabel strategi diversifikasi perusahaan berhubungan diukur dengan menggunakan formula model entropy sebagaimana yang dirumuskan oleh (Jacquemin and Berry, 1979) dan penelitian empirik oleh Palepu (1985) sebagai berikut.

$$DR = DT - DU$$

$$DU = 1 - \sum_{j=1}^m P^j \times \ln(1/P^j)$$

$$DT = \sum_{i=1}^n P_i \times \ln(1/P_i)$$

Dimana: DR= diversifikasi berhubungan. DU= diversifikasi tidak berhubungan. DT= diversifikasi total dari entropy indek. P_j = bagian penjualan kelompok industri dua-digit j, dari total penjualan perusahaan. m= jumlah dari kelompok industri dua-digit.

c. Diversifikasi Perusahaan Tidak Berhubungan

Variabel strategi diversifikasi perusahaan tidak berhubungan diukur dengan menggunakan formula model entropy yang diformulasikan (Jacquemin and Berry, 1979) sebagai berikut.

$$DU = 1 - \sum_{j=1}^m P^j \times \ln(1/P^j)$$

Dimana: DU = diversifikasi tidak berhubungan. P^j = bagian penjualan kelompok industri dua-digit j , dari total penjualan perusahaan. m = jumlah dari kelompok industri dua-digit.

d. Diversifikasi Kuadrat

Diversifikasi suku kuadrat adalah diversifikasi total yang dikuadratkan yang dihitung dari formula model entropy indeks sebagai mana yang dipergunakan dalam penelitian empirik (Palich *et al.*, 2000; Galvan *et al.*, 2007). Variabel diversifikasi kuadrat diukur menggunakan formula sebagai berikut.

$$DT^2 = (\sum_{i=1}^n P_i \times \ln(1/P_i))^2$$

Dimana DT = diversifikasi total dari entropy indeks. P_i = bagian penjualan kelompok industri empat-digit i , dari total penjualan perusahaan dan n = jumlah dari kelompok industri empat-digit.

3. Variabel Kontrol (*Covariate*)

Penelitian ini menggunakan beberapa variabel kontrol (*covariate*) sebagaimana yang direkomendasikan pada studi empirik DaDalt *et al.* (2002) dan Hyland and Diltz (2002) yang meliputi: *Size*, *Leverage*, *Cash flow*, *Return on total assets* (ROA), Likuiditas, *Profit Margin*, *Dividend*. Variabel ini dianggap konstan sehingga hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen tidak dipengaruhi oleh faktor luar yang tidak diteliti (Sugiyono, 2009; 6).

C. Proses Penelitian

Pengujian hipotesis 1, dilakukan dengan merumuskan model persamaan regresi linier berganda dengan variabel *dummy*, yang diformulasikan dalam persamaan regresi berikut sebagaimana direkomendasikan pada model Galvan *et al.* (2007).

$$\begin{aligned} NP_{it} = & \beta_0 + \beta_1(DIVER)_{it} + \beta_2(SIZE)_{it} + \beta_3(LEVERAGE)_{it} \\ & + \beta_4(CASHFLOW)_{it} + \beta_5(ROA)_{it} + \beta_6(LIKUIDITAS)_{it} \\ & + \beta_7(PROFIT MARGIN)_{it} + \beta_8(DIVIDEND)_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1.1)$$

Pengujian hipotesis 2, dilakukan dengan merumuskan model persamaan regresi linier berganda yang diformulasikan dalam persamaan berikut sebagaimana direkomendasikan pada model penelitian Cariola *et al.* (2007).

$$\begin{aligned}
NP_{it} = & \beta_0 + \beta_1(RELATED_DIV)_{it} + \beta_2(UNRELATED_DIV)_{it} \\
& + \beta_3(SIZE)_{it} + \beta_4(LEVERAGE)_{it} + \beta_5(CASHFLOW)_{it} \\
& + \beta_6(ROA)_{it} + \beta_7(LIKUIDITAS)_{it} + \beta_8(PROFIT_MARGIN)_{it} \\
& + \beta_9(DIVIDEND)_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{2.1}$$

Untuk analisis pengaruh dari diversifikasi berhubungan terhadap nilai perusahaan, maka pada model (2.1) dimasukkan variabel *DIV_TOTAL* (diversifikasi total) yang dihitung dari model Entropy indek. Alasan dimasukkannya variabel *DIV_TOTAL* kedalam model tersebut adalah, untuk menghindari adanya persoalan *multicolinearity* dan agar analisis tidak bias, karena sebenarnya $DT = DR + DU$. Maka modifikasi model di atas diformulasikan sebagai berikut.

$$\begin{aligned}
NP_{it} = & \beta_0 + \beta_1(DIV_TOTAL)_{it} + \beta_2(RELATED_DIV)_{it} + \beta_3(SIZE)_{it} \\
& + \beta_4(LEVERAGE)_{it} + \beta_5(CASHFLOW)_{it} + \beta_6(ROA)_{it} \\
& + \beta_7(LIKUIDITAS)_{it} + \beta_8(PROFIT_MARGIN)_{it} \\
& + \beta_9(DIVIDEND)_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{2.1.1}$$

Pengujian hipotesis 3, dilakukan dengan merumuskan model persamaan regresi linier berganda dengan suku kuadratik pada salah satu sukunya kemudian dirumuskan sebagai berikut.

$$\begin{aligned}
NP_{it} = & \beta_0 + \beta_1(DIV_TOTAL)_{it} + \beta_2(DIV_TOTAL^2)_{it} + \beta_3(SIZE)_{it} \\
& + \beta_4(LEVERAGE)_{it} + \beta_5(CASHFLOW)_{it} + \beta_6(ROA)_{it} \\
& + \beta_7(LIKUIDITAS)_{it} + \beta_8(PROFIT_MARGIN)_{it} \\
& + \beta_9(DIVIDEND)_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{3.1}$$

IV. HASIL PENELITIAN

A. Analisis Hasil Penelitian

1. Rekapitulasi Observasi

Hasil observasi yang dilakukan terhadap perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di PT BEI periode tahun 2006-2010 yang meliputi: sektor industri kimia dasar, aneka industri dan sektor industri barang konsumsi yang telah menyampaikan laporan keuangan dan memiliki data harga pasar saham secara lengkap pada periode tersebut, kemudian data tersebut dikumpulkan, diolah dan direkapitulasi dalam Tabel 5.1 berikut ini.

Tabel 5.1
REKAPITULASI DATA PERUSAHAAN
PERIODE TAHUN 2006-2010

No	Keterangan	Jumlah
1	Industri Manufaktur	
	Industri Kimia Dasar	42
	Aneka Industri	34
	Industri Barang Konsumsi	25
	Jumlah Perusahaan Industri Manufaktur	101
2	Lama observasi tahun 2006-2010	<u>5</u>
3	Jumlah observasi	505
4	Jumlah observasi perusahaan yang menerapkan strategi fokus	181
7	Jumlah observasi perusahaan menerapkan strategi diversifikasi	324
8	Jumlah observasi perusahaan yang menerapkan jenis strategi diversifikasi perusahaan berhubungan (<i>related diversification</i>)	154
9	Jumlah observasi pada perusahaan yang menerapkan jenis strategi diversifikasi perusahaan tidak berhubungan (<i>unrelated diversification</i>)	242

Sumber: Laporan Keuangan Emiten di PT BEI yang diolah

2. Perkembangan Strategi Perusahaan Industri Manufaktur Tahun 2006-2010

Gambaran perkembangan strategi perusahaan industri manufaktur di Indonesia yang menerapkan strategi perusahaan fokus dan diversifikasi selama periode tahun 2006-2010 disajikan dalam Tabel 5.2 berikut ini

Tabel 5.2
PERKEMBANGAN STRATEGI PERUSAHAAN DAN JENIS DIVERSIFIKASI
PERIODE TAHUN 2006-2010

Keterangan	T a h u n									
	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%	2010	%
Strategi Perusahaan										
Fokus	36	36%	36	36%	36	36%	36	36%	37	37%
Diversifikasi	65	64%	65	64%	65	64%	65	64%	64	63%
Total	101	100%	101	100%	101	100%	101	100%	101	100%
Jenis Diversifikasi										
<i>Related Diversification</i>	30	38%	30	38%	33	41%	32	40%	33	41%
<i>Unrelated Diversification</i>	49	62%	49	62%	48	59%	49	60%	47	59%
Total	79	100%	79	100%	81	100%	81	100%	80	100%
Jumlah Perusahaan	101		101		101		101		101	

Sumber: Laporan Keuangan Emiten di PT BEI yang diolah

Analisis data pada Tabel 5.2 menunjukkan 65% perusahaan industri manufaktur di Indonesia menerapkan strategi diversifikasi untuk meningkatkan nilai perusahaan dan hanya 36% perusahaan yang menerapkan strategi fokus, meskipun perkembangan dalam dua tahun terakhir menunjukkan ada kecenderungan perusahaan mengubah strategi perusahaannya menjadi lebih fokus, yang tercermin pada penurunan strategi diversifikasi di tahun 2010. Gambaran ini menunjukkan bahwa diversifikasi masih dianggap sebagai salah satu strategi relevan untuk meningkatkan nilai perusahaan dan kekayaan para pemegang saham.

Hasil analisis terhadap jenis diversifikasi yang dilakukan perusahaan, menunjukkan hampir 62% perusahaan industri manufaktur menerapkan strategi jenis diversifikasi yang tidak berhubungan, dan hanya 36% yang menerapkan strategi jenis diversifikasi berhubungan. Indikator ini menunjukkan bahwa pilihan strategi diversifikasi tidak berhubungan dirasakan memberikan manfaat ekonomis yang lebih baik dibandingkan strategi diversifikasi berhubungan, walaupun beberapa bukti-bukti empirik menunjukkan bahwa strategi ini belum tentu meningkatkan nilai perusahaan dan kekayaan para pemegang saham.

3. Statistik Deskriptif dan Korelasi

Tabel 5.3 menyajikan data statistik deskriptif dan korelasi dari masing-masing variabel untuk melihat ukuran tendensi sentral masing-masing variabel yang dimasukkan dalam model.

TABEL 5.3
RATA-RATA, DEVIASI STANDAR DAN KORELASI

Variabel	Mean	SD	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. Tobin's q	0,801	0,955									
2. Market to Book	2,181	6,708	0,191**								
3. Excess Value	0,029	0,773	0,562**	0,181**							
4. Size	27,577	1,581	0,102*	0,113*	0,131**						
5. Leverage	0,600	0,503	0,365**	-0,059	0,322**	-0,054					
6. Cashflow	0,015	0,068	0,029	0,024	0,038	0,049	-0,043				
7. ROA	0,095	0,127	0,180**	0,305**	0,007	0,212**	-0,329**	0,176**			
8. Likuiditas	2,532	4,586	-0,095*	-0,025	-0,054	-0,150**	-0,215**	-0,022	0,023		
9. Profit Margin	0,022	0,277	-0,041	0,081	-0,103*	0,142**	-0,179**	0,109*	0,400**	-0,027	
10. Dividend	0,192	0,477	0,064	0,084	0,028	0,105*	-0,144**	0,014	0,239**	0,012	0,088*

(*) dan (**) menunjukkan tingkat signifikansi pada tingkat 5% dan 1%

Analisis statistik korelasi antar variabel menunjukkan bahwa mayoritas variabel yang akan dimasukkan sebagai model untuk mengukur nilai perusahaan memiliki hubungan yang bermakna secara statistik pada tingkat 5% dan 1%, tetapi derajat hubungan antara masing-masing variabel bervariasi.

4. Hasil Regresi Strategi Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan.

Hasil uji statistik menunjukkan nilai perusahaan diukur dengan variabel Tobin's q dan *excess value* masing-masing signifikan pada tingkat kesalahan (α) 5%. Koefisien estimasi diversifikasi perusahaan terhadap nilai perusahaan diukur dengan variabel Tobin's q menunjukkan nilai sebesar -0,196 dengan nilai probabilitas ($p\text{-value} = 0,018 < 0,05$) dan koefisien estimasi diversifikasi perusahaan diukur dengan variabel *excess value* menunjukkan nilai sebesar -0,168 dengan nilai probabilitas ($p\text{-value} = 0,022 < 0,05$). Indikator ini menunjukkan bahwa rata-rata nilai perusahaan yang menerapkan strategi diversifikasi relatif lebih rendah 0,196 dibandingkan dengan perusahaan yang menerapkan strategi fokus, diukur dengan variabel Tobin's q dan lebih rendah 0,168 diukur dengan variabel *excess value*.

Hasil uji simultan menggunakan uji statistik F untuk nilai perusahaan diukur dengan Tobin's q menunjukkan nilai $F = 29,781$ dan *excess value* dengan nilai $F = 14,165$, masing-masing menunjukkan nilai probabilitas signifikan pada tingkat 5% ($p\text{-value} = 0,000 < 0,05$), dapat disimpulkan bahwa variabel independen secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik diukur dengan variabel Tobin's q maupun *excess value*.

Tabel 5.4
HASIL REGRESI LINIER BERGANDA VARIABEL *DUMMY* STRATEGI
PERUSAHAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Variabel	Tobins' q (t-statistik)	<i>Excess Value</i> (t-statistik)
Intersep	-2,090 (-3,063*)	-2,996 (-4,903**)
Diversifikasi Perusahaan	-0,196 (-2,379*)	-0,168 (-2,292*)
<i>Size</i>	0,077 (3,041*)	0,097 (4,268**)
<i>Leverage</i>	0,977 (12,450**)	0,562 (8,160**)
<i>Cashflow</i>	-0,243 (-0,446)	0,431 (0,903)
<i>ROA</i>	3,564 (9,966**)	1,215 (3,841**)
Likuiditas	-0,001 (-0,168)	0,005 (0,701)
<i>Profit Margin</i>	-0,486 (-3,408**)	-0,925 (-4,617**)
<i>Dividend</i>	0,126 (1,633)	0,062 (0,909)
Jumlah Observasi	494	498
Uji F	29,781 (p-value=000) 14,165 (p-value=000)	
R ²	0,329	0,188

*, **, Masing-masing signifikan pada tingkat 5% dan 1%

5. Hasil Regresi Strategi Diversifikasi Perusahaan Berhubungan (*related diversification*) terhadap Nilai Perusahaan.

Tabel 5.5 menunjukkan koefisien strategi diversifikasi perusahaan berhubungan (*related diversification*) tidak signifikan pada tingkat kesalahan (α) 5% terhadap nilai perusahaan diukur dengan menggunakan variabel Tobin's q ($p\text{-value} = 0,058 > 0,05$). Indikasi ini menunjukkan bahwa strategi diversifikasi perusahaan berhubungan (*related diversification*) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan diukur menggunakan variabel Tobin's q. Nilai perusahaan secara signifikan dipengaruhi oleh strategi diversifikasi perusahaan berhubungan (*related diversification*) pada tingkat kesalahan (α) 5% ketika diukur dengan variabel *excess value* ($p\text{-value} = 0,012 < 0,05$).

Hasil uji simultan menggunakan uji F terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan variabel *excess value* menunjukkan nilai $F = 15,878$ dengan probabilitas signifikan pada tingkat 5% ($p\text{-value} = 0,000 < 0,05$). Indikator ini menunjukkan bahwa semua variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Tabel 5.5

**HASIL REGRESI LINIER BERGANDA STRATEGI DIVERSIFIKASI PERUSAHAAN
BERHUBUNGAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN**

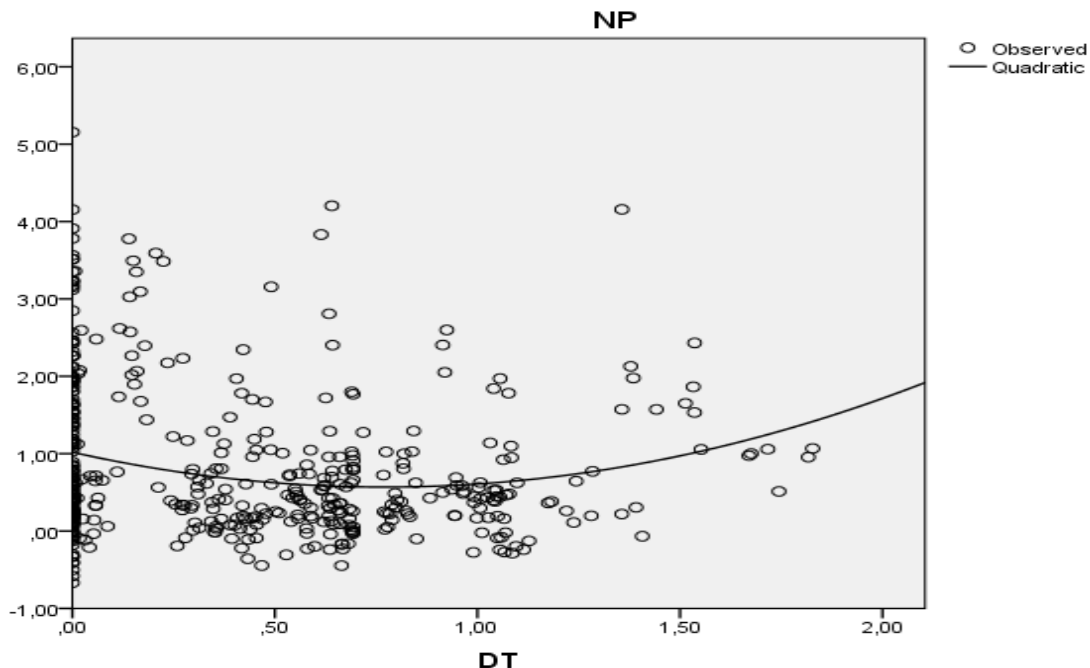
Variabel	Tobin's q (t-statistik)	<i>Excess Value</i> (t-statistik)
Intersep	-2,353 (-3,534**)	-3,409 (-5,780**)
Diversifikasi Total (DT)	-0,510 (-4,016**)	-0,575 (-5,126**)
<i>Related Diversification</i>	0,305 (1,900)	0,358 (2,521*)
<i>Size</i>	0,088 (3,590**)	0,114 (5,285**)
<i>Leverage</i>	0,973 (12,553**)	0,548 (8,149**)
<i>Cashflow</i>	-0,258 (-0,480)	0,368 (0,788)
<i>ROA</i>	3,484 (9,843**)	1,142 (3,687**)
Likuiditas	-0,002 (-0,190)	0,004 (0,619)
<i>Profit Margin</i>	-0,484 (-3,439**)	-0,929 (-4,755**)
<i>Dividend</i>	0,123 (1,614)	0,057 (0,855)
Jumlah Observasi	494	498
Uji F	28,534 (<i>p-value</i> =000)	15,878 (<i>p-value</i> =000)
R ²	0,347	0,227

*, **, masing-masing signifikan pada tingkat 5% dan 1%

6. Hasil Regresi Suku Kuadratik Diversifikasi Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Gambar 5.1 dan Tabel 5.6 menyajikan grafik pola hubungan antara strategi diversifikasi dengan nilai perusahaan, serta hasil regresi suku kuadratik diversifikasi perusahaan terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan variabel Tobin's q. Pengaruh dari jenis diversifikasi perusahaan terhadap nilai perusahaan dikompilasikan dalam satu model dalam Tabel 5.6.

Gambar 5.1
GRAFIK CURVILINIER NILAI PERUSAHAAN DAN DIVERSIFIKASI
PERUSAHAAN



Grafik pada Gambar 5.1 menunjukkan pola hubungan diversifikasi perusahaan dengan nilai perusahaan terlihat mengikuti pola curvilinier berbentuk U (*U-shape relationship*).

Hasil regresi linier berganda suku kuadratik pada Tabel 5.6 menunjukkan bahwa variabel diversifikasi perusahaan dan diversifikasi suku kuadratik bersama-sama berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Koefisien diversifikasi total signifikan pada tingkat 1% ($p\text{-value} = 0,000 < 0,05$), sedangkan koefisien diversifikasi total kuadrat signifikan pada tingkat 5% ($p\text{-value} = 0,006 < 0,05$).

Hasil uji simultan menggunakan uji F terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan variabel Tobin's q menunjukkan nilai $F = 29,197$ dengan nilai probabilitas signifikan pada tingkat 5% ($p\text{ value} = 0,000 < 0,05$). Indikator ini menunjukkan bahwa semua variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Tabel 5.6
HASIL REGRESI SUKU KUADRATIK DIVERSIFIKASI PERUSAHAAN DAN
PERBANDINGAN STRATEGI DIVERSIFIKASI TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
DIUKUR DENGAN VARIABEL TOBIN'S Q

Variabel	Model 1 (t-statistik)	Model 2 (t-statistik)	Model 3 (t-statistik)	Model 4 (t-statistik)
Intersep	-2,090 (-3,063*)	-2,254 (-3,412**)	-2,353 (-3,534**)	-2,353 (-3,534**)
Diversifikasi Total	-0,196 (-2,379*)	-0,893 (-4,034**)	-0,510 (-4,016**)	-0,205 (-1,879)
Diversifikasi Kuadratik		0,467 (2,745*)		
<i>Related Diversification</i>			0,305 (1,900)	
<i>Unrelated Diversification</i>				-0,305 (-1,900)
<i>Size</i>	0,077 (3,041*)	0,087 (3,575**)	0,088 (3,590**)	0,088 (3,590**)
<i>Leverage</i>	0,977 (12,450**)	0,948 (12,146**)	0,973 (12,553**)	0,973 (12,553**)
<i>Cashflow</i>	-0,243 (-0,446)	-0,374 (-0,697)	-0,258 (-0,480)	-0,258 (-0,480)
<i>ROA</i>	3,564 (9,966**)	3,469 (9,839**)	3,484 (9,843**)	3,484 (9,843**)
Likuiditas	-0,001 (-0,168)	-0,003 (-0,363)	-0,002 (-0,190)	-0,002 (-0,190)
<i>Profit Margin</i>	-0,486 (-3,408**)	-0,471 (-3,355**)	-0,484 (-3,439**)	-0,484 (-3,439**)
<i>Dividend</i>	0,126 (1,633)	0,110 (1,447)	0,123 (1,614)	0,123 (1,614)
Jumlah Observasi	494	494	494	494
Uji F	29,781 (p.000)	29,197 (p.000)	28,534 (p.000)	28,534 (p.000)
R ²	0,329	0,352	0,347	0,347

*, **, Masing-masing signifikan pada tingkat 5% dan 1%

B. Uji Asumsi Klasik Model Persamaan Regresi Linier

1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi, variabel residual memiliki distribusi normal. Hasil uji Kolmogorov-Smirnov menunjukkan bahwa *p-value* pada semua model regresi kurang dari tingkat 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa data residual terdistribusi tidak normal.

2. Uji Linieritas

Uji linieritas pada penelitian ini dilakukan menggunakan uji Lagrange Multiplier (*L-M test*) sebagaimana yang disarankan untuk sampel yang relatif besar (Gujarati, 2004: 523). Jika nilai *Chi Square* (X^2) hitung lebih besar dari *Chi Square* (X^2) tabel dengan tingkat signifikansi 5% dan derajat kebebasan (df) (n-k-1) maka tolak model linier, jika sebaliknya maka gagal tolak model linier. Hasil uji statistik menggunakan metode uji Lagrange Multiplier (*L-M test*) pada tabel 5.13 terhadap semua model regresi menunjukkan bahwa semua model regresi memiliki nilai *Chi Square* hitung ($n \times R^2$) lebih kecil dari pada *Chi Square* tabel, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi memenuhi asumsi klasik linieritas.

3. Uji Autokorelasi

Gujarati (2004) menyarankan untuk meyakinkan bahwa tidak terdapat autokorelasi pada model, dilakukan uji dengan model Breusch-Godfrey (*B-G test*) dengan meregres variabel residual menggunakan autoregresif model dengan orde p dan menghitung nilai *Chi Square* dengan formula $(n-p) \times R^2$. Jika *Chi Square* (X^2) hitung lebih besar *Chi Square* (X^2) tabel, maka terdapat autokorelasi pada model. Sebaliknya jika hasil *Chi Square* (X^2) hitung lebih kecil *Chi Square* (X^2) tabel dengan tingkat signifikansi 5% dan derajat kebebasan (df) (n-k-1), maka tidak terdapat autokorelasi pada model.

4. Uji Multikolinieritas

Pengujian apakah pada model regresi terdapat korelasi antar variabel bebas, pada penelitian ini uji multikolinieritas diuji dengan *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF). Hasil uji nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF) menunjukkan bahwa semua model regresi linier berganda memiliki nilai toleransi yang lebih besar dari 0,1 dan *variance inflation factor* (VIF) tidak ada yang melebihi dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi linier berganda tidak terdapat persoalan multikolinieritas.

5. *Goodness of Fit* (R^2)

Untuk menguji seberapa baik garis regresi sampel cocok dengan data, dalam penelitian ini akan diuji dengan melihat nilai dari koefisien determinasi (R^2). Nilai koefisien determinasi (R^2) pada model regresi linier berganda dengan variabel *dummy* pada strategi diversifikasi

perusahaan terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan variabel Tobin's q, dilihat dari tabel *model summary* menunjukkan nilai sebesar 0,329. Artinya 32,9% variasi nilai perusahaan yang diukur dengan variabel Tobin's q dapat dijelaskan oleh variabel independen, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel yang lain.

Nilai koefisien determinasi (R^2) pada model regresi *dummy* strategi diversifikasi perusahaan terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan variabel *excess value*, dilihat dari tabel *model summary* menunjukkan nilai sebesar 0,188. Artinya 18,8% variasi nilai perusahaan yang diukur dengan variabel *excess value* dapat dijelaskan oleh variabel independen, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel yang lain.

Nilai koefisien determinasi (R^2) pada model regresi linier berganda normal strategi diversifikasi perusahaan berhubungan (*related diversification*) terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan variabel *excess value*, dilihat dari tabel *model summary* menunjukkan nilai sebesar 0,227. Artinya 22,7% variasi nilai perusahaan yang diukur dengan variabel *excess value* dapat dijelaskan oleh variabel independen, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel yang lain.

Nilai koefisien determinasi (R^2) pada model regresi linier berganda normal suku kuadrat diversifikasi total perusahaan (DT^2) terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan variabel Tobin's q, dilihat dari tabel *model summary* menunjukkan nilai sebesar 0,352. Artinya 35,2% variasi nilai perusahaan yang diukur dengan variabel Tobin's q dapat dijelaskan oleh variabel independen, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel yang lain.

C. Pengaruh Diversifikasi Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan setelah diukur dengan 2 (dua) variabel yang berbeda, kesimpulannya tetap sama, bahwa perusahaan yang melakukan strategi diversifikasi berdampak terhadap penurunan nilai perusahaan relatif dibandingkan dengan perusahaan yang menerapkan strategi fokus, sehingga dapat ditarik kesimpulan yang lebih kokoh, bahwa strategi diversifikasi berdampak terhadap penurunan nilai perusahaan, tetapi tingkat diversifikasi diskon yang timbul menunjukkan nilai yang berbeda. Nilai diversifikasi diskon lebih rendah ketika diukur dengan menggunakan variabel *excess value*, disebabkan karena pengukuran menggunakan variabel *excess value* mampu mengukur faktor *intangibles* yang dapat menetralkan perbedaan pengaruh ukuran perusahaan (*firm size*) antara perusahaan yang menerapkan strategi fokus dengan yang menerapkan strategi diversifikasi, sehingga dampak diversifikasi diskon menjadi lebih kecil.

Faktor penyebab diversifikasi diskon pada perusahaan yang menerapkan strategi diversifikasi disebabkan oleh buruknya kinerja perusahaan akibat pasar modal internal yang tidak efisien karena adanya subsidi silang dan *overinvestment*, dimana investasi pada divisi perusahaan yang

lebih buruk didukung oleh arus kas divisi perusahaan yang lebih baik (Shin *and* Stulz, 1998; Scharfstein, 1998). Faktor kesalahan alokasi sumber daya, karena adanya sifat sosialis pada perusahaan yang terdiversifikasi (Stein, 1997). Buruknya tata kelola perusahaan dengan ukuran dewan komisaris yang lebih kecil serta tingginya sensitivitas hubungan antara gaji manajer dengan kinerja perusahaan (Palia, 1999). Faktor lain yang menjadi penyebab dari diversifikasi diskon adalah adanya persoalan keagenan, dimana manajer mengejar kepentingan pribadinya di atas beban para pemegang saham dengan melakukan strategi diversifikasi perusahaan yang seharusnya dapat dilakukan sendiri oleh para pemegang saham (Jensen, 1986).

Temuan ini mendukung hasil penelitian (Harto, 2007; Dennis *et al.*, 2002). Temuan ini memberikan dukungan empirik terhadap hasil penelitian sebelumnya oleh (Lang *and* Stulz, 1994; Berger *and* Ofek, 1995; Lammont *and* Polk, 2002) yang dilakukan di pasar modal negara-negara maju. Temuan ini juga memberikan dukungan empirik terhadap hasil penelitian sebelumnya di negara-negara di Asia (Lins *and* Servaes, 2002; Cleassens *et al.*, 2001).

D. Pengaruh Diversifikasi Berhubungan (*related diversification*) terhadap Nilai Perusahaan.

Hasil analisis menunjukkan bahwa strategi diversifikasi perusahaan berhubungan (*related diversification*) memiliki nilai koefisien sebesar 0,358 atau lebih tinggi dari pada strategi diversifikasi tidak berhubungan (*unrelated diversification*) dengan nilai koefisien sebesar -0,358 dan signifikan pada tingkat 5%. Indikator ini menunjukkan bahwa strategi diversifikasi perusahaan berhubungan berdampak positif terhadap peningkatan nilai perusahaan relatif dibandingkan dengan strategi diversifikasi tidak berhubungan. Strategi diversifikasi perusahaan berhubungan merupakan “*value-enhancing strategy*” atau strategi yang berdampak terhadap kenaikan nilai perusahaan.

Faktor penyebab keunggulan dari strategi diversifikasi perusahaan berhubungan dibandingkan dengan strategi diversifikasi tidak berhubungan disebabkan oleh karena adanya faktor sinergi yang mampu menciptakan nilai perusahaan yang lebih besar melalui: (1) efisiensi operasional karena adanya faktor penghematan skala (*economies of scale*) dan penghematan cakupan (*economies of scope*). (2) aktivitas bersama (*sharing activities*) produksi, pemasaran dan sumberdaya manusia, dapat menciptakan efisiensi operasional. Adanya faktor transfer keahlian dan pengetahuan (*skill and knowledge transfer*) antar unit bisnis yang sama dapat meningkatkan efisiensi yang lebih besar pada strategi diversifikasi berhubungan, sehingga berdampak terhadap nilai perusahaan yang lebih tinggi. Landasan penciptaan sinergi pada strategi diversifikasi berhubungan dibangun dari adanya empat kesesuaian dalam rantai nilai perusahaan yang meliputi: (1) kesesuaian strategis, (2) kesesuaian organisasional, (3) tindakan manajerial dan (4) model penciptaan nilai.

Temuan ini mendukung hasil penelitian (Bae *et al.*, 2008; Nakano *et al.*, 2004). Temuan ini memberikan dukungan empirik terhadap hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh (Zhao and Luo, 2002; Szeless *et al.*, 2003; Mayer and Whittington, 2003; Varadarajan and Ramanujam, 1987; Markides and Williamson, 1994; Robins and Wiersema, 1995; Lubatkin and Rogers, 1989; Palepu, 1985).

E. Pola Hubungan Diversifikasi Perusahaan dengan Nilai Perusahaan dan Model Curvilinier berbentuk U terbalik

Hasil penelitian terhadap industri manufaktur di Indonesia periode tahun 2006-2010 membuktikan bahwa pola hubungan diversifikasi perusahaan dengan nilai perusahaan tidak bersifat linier dan pola hubungannya juga tidak bersifat monotonik, tetapi merupakan model curvilinier yang berbentuk U (*U-shape relationship*). Indikator ini dapat diinterpretasikan bahwa setiap kenaikan strategi diversifikasi perusahaan pada tahap awal akan berdampak terhadap penurunan nilai perusahaan, sampai pada titik minimum, tepatnya di titik 0,9561, maka setiap kenaikan diversifikasi perusahaan akan berdampak meningkatkan nilai perusahaan. Pola ini bertentangan dengan kajian literatur yang ada dalam manajemen strategis yang menyatakan bahwa pada tahap awal setiap kenaikan satu unit diversifikasi perusahaan yang dilakukan akan berdampak terhadap kenaikan nilai perusahaan, sampai pada titik maksimal tertentu, maka setiap kenaikan diversifikasi perusahaan akan berdampak terhadap penurunan nilai perusahaan, sehingga pola hubungan antara diversifikasi perusahaan dengan nilai perusahaan akan membentuk curvilinier berbentuk U terbalik (*inverted U-shape relationship*).

Faktor yang mempengaruhi penyimpangan bentuk curvilinier pada industri manufaktur di Indonesia adalah karena adanya persaingan kompetitif (*competitive rivalry*). Persaingan kompetitif terjadi ketika dua atau lebih perusahaan yang bersaing dalam industri yang sama mengejar posisi bersaing yang paling menguntungkan maka perusahaan akan melakukan sejumlah tindakan dan tanggapan bersaing yang dapat mengubah dinamika bersaing menjadi sangat kompetitif (Hitt *et al.*, 2011:130). Tindakan dan tanggapan bersaing perusahaan diwujudkan dalam bentuk mencari peluang untuk meningkatkan keunggulan kompetitif dengan melakukan strategi diversifikasi perusahaan. Akibat persaingan yang sangat kompetitif menyebabkan terjadinya penurunan nilai perusahaan pada tahap awal, sampai pada tingkat tertentu, perusahaan yang tidak memiliki daya saing strategis yang lebih kuat akan keluar dari pasar, sehingga persaingan tidak lagi menjadi kompetitif, maka diversifikasi selanjutnya akan berdampak terhadap peningkatan nilai perusahaan. Karakteristik persaingan kompetitif membentuk model curvilinier yang berbentuk U.

Temuan ini tidak mendukung studi empirik Palich *et al.* (2000) dan Studi empirik Galvan *et al.* (2007) yang membuktikan bahwa pola hubungan diversifikasi perusahaan dengan nilai

perusahaan membentuk model curvilinier berbentuk U terbalik. Temuan ini juga mendukung studi empirik Grant *et al.* (1988) yang menyatakan terdapat tingkat diversifikasi optimal dan hubungan diversifikasi perusahaan dengan nilai perusahaan tidak berbentuk linier. Hasil penelitian ini juga mendukung temuan studi empirik Cariola *et al.* (2007) terhadap industri manufaktur di Italia yang memiliki pola curvilinier berbentuk U (*U-shape relationship*), akibat dari efek negatif strategi diversifikasi tidak berhubungan terhadap nilai perusahaan.

IV. KESIMPULAN

Berdasarkan analisis hasil penelitian dan hasil uji hipotesis serta pembahasan yang telah dijelaskan sebelumnya, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut.

1. Strategi diversifikasi merupakan strategi perusahaan yang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan atau merupakan *value-destroying strategy*, relatif dibandingkan terhadap perusahaan yang menerapkan strategi fokus. Strategi diversifikasi perusahaan menciptakan “diversifikasi diskon” terhadap nilai perusahaan.
2. Pada Perusahaan-perusahaan yang menerapkan strategi diversifikasi, hasil penelitian menunjukkan, bahwa strategi diversifikasi perusahaan berhubungan (*related diversification*) terbukti memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi atau merupakan *value-enhancing strategy*, yaitu strategi yang berdampak meningkatkan nilai perusahaan dan menciptakan “diversifikasi premium”, relatif dibandingkan dengan strategi diversifikasi perusahaan tidak berhubungan (*unrelated diversification*).
3. Pola hubungan antara strategi diversifikasi perusahaan dengan nilai perusahaan di pasar modal Indonesia merupakan pola hubungan yang tidak linier dan monotonik. Pola hubungan antara diversifikasi dengan nilai perusahaan membentuk model curvilinier dengan pola berbentuk U (*U-shape relationship*). Setiap kenaikan diversifikasi perusahaan akan berdampak terhadap penurunan nilai perusahaan, sampai pada titik minimum, maka setiap kenaikan diversifikasi perusahaan akan berdampak terhadap kenaikan nilai perusahaan.

Daftar Pustaka

- Aisjah, S., and Subroto, B., 2011. "Corporate Diversification Strategy to Restore Firm Value". *Journal of Basic Applied Scientific Research*, Vol. 1: 2293-2303.
- Amihud, Y., and Lev, B., 1981. "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers". *Bell Journal of Economics*, Vol. 12: 605-617.
- Anderson, R.C., Bates, J., Bizjak, J., and Lemmon, M., 2000. "Corporate Governance and Firm Diversification". *Financial Management*, Vol 29: 5-22.
- Ansoff, H. I., 1957. "Strategies for Diversification". *Harvard Business Review*, Vol. 35, 113-124.
- Amit, R., and Livnat, J., 1988. "Diversification Strategies, Business Cycles and Economic Performance". *Strategic Management Journal*, Vol.9: 99-110.
- Aggarwal, R., and Samwick, A.A., 2003. "Why Do Manager Diversify Their Firm? Agency Reconsidered". *Journal of Finance*, Vol. LVIII. No.1
- Arikunto, S. 2004. "*Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktek*" PT. Rineka Cipta, Jakarta.
- Arnold. G., 2005. "*The Handbook of Corporate Finance*". Prentice Hall, USA.
- Bae, S.C., Kwon, T.H., and Lee, J.W., 2007. "Corporate Diversification, Relatedness and Firm Value: Evidence from Korean Firms". *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol.37: 1025-1064.
- Barney, J.B., 1997. "*Gaining and Sustaining Competitive Advantage*". Reading, MA: Addison-Wesley, USA.
- Barton, S.L., 1988. "Diversification Strategy and Systematic Risk: Another Look", *Academy of Management Journal*, Vol. 31: 166-175.
- Barton, S.L., and Gordon, P.J., 1988. "Corporate Strategy and Capital Structure". *Strategic Management Journal*, Vol.9 (6): 623-632.
- Baumol, W.J., Panzar, J.W., and Willig, R.D., 1982. "*Contestable Markets and the Theory of Industry Structure*". Harcourt Brace Jovanovich, New York.
- Bernheim, B.D., and Whinston, M.D., 1990. "Multimarket Contact and Collusive Behavior". *RAND Journal of Economics*, Vol.21: 1-26.
- Berger, P., and Ofek, E., 1995. "Diversification's Effect on Firm Value". *Journal of Financial Economics*, Vol.37: 39-65.
- Berry, C.H., 1971. "Corporate Growth and Diversification". *Journal of Law and Economics*, Vol. 14: 371-383.
- Bettis, R.A., 1981. "Performance differences in related and unrelated diversified firms". *Strategic Management Journal*, Vol. 2(4): 379-393.

- Bhide, A., 1990. "Reversing Corporate Diversification". *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.3 (2): 70 – 81
- Billett, M.T., and Mauer, D.C., 2000. "Diversification and the Value of Internal Capital Markets: The Case of Tracking Stock". *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24, No. 9 :1457-1490.
- Billet, M., and Mauer, D., 2003. "Cross-Subsidies, External Financing Constraints, and the Contribution of the Internal Capital Market to Firm Value". *Review of Financial Studies* Vol. 16: 1167–1202.
- Brealey, R.A., and Myers, S.C, 2003. "*Principles of Corporate Finance, 7th Edition*". The McGraw-Hill Company, USA.
- Brigham, E.F and Ehrhardt, M.C. 2011. "*Financial Management Theory and Practice*". 13rd edition, South-Western, Cengage Learning, USA.
- Bruce, G., 2000. "Corporate Strategy, Relatedness and Diversification". *Working Paper*, Berlin School of Economics, Germany.
- Campa, J.M., and Kadia, S., 2002. "Explaining the Diversification Discount". *Journal of Finance* Vol. 52: 1731–1762.
- Cariola, A., La Rocca, M., La Rocca. T., and Monteforte. D., 2007. "The Effect of Corporate Diversification on Performance does Relatedness Provide a Value-Enhancing Strategy?". *Working Paper*, University of Calabria, Italy.
- Caves, R.E., 1981. "Diversification and Seller Concentration: Evidence from Changes, 1963-1972". *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 63: 289-293.
- Chang, Y., and Thomas, H., 1989. "The Impact of Diversification Strategy on Risk-return Performance". *Strategic Management Journal*, Vol.10: 285-294.
- Chatterjee, S., 1986. "Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Emerging and Rival Firms". *Strategic Management Journal*, Vol.7: 119-139.
- Chatterjee, S., and Wernerfelt, B., 1991. "The Link between Resources and Type of Diversification: Theory and Evidence". *Strategic Management Journal*, Vol. 12: 33-48
- Chen, S.S., and Ho, K.W., 2000. "Corporate Diversification, Ownership Structure, and Firm Value The Singapore Evidence". *International Review of Financial Analysis*, Vol.9: 315 – 326.
- Chevalier, J., 2000. "Why Do Firms Undertake Diversifying Merger ? An Analysis of the Investment Policies of Merging Firms", *Working Paper*, University of Chicago.USA.
- Chung, K.H., and Pruitt, S.W., 1994. "A Simple Approximation of Tobin's q". *Financial Management*, Vol. 23: 70-74.
- Ciscel, D.H., and Evans, D., 1984. "Return to Corporate Diversification in the 1970s". *Managerial and Decision Economics*, Vol. 5 (2): 67-71

- Clarke, J. E., Fee, C. E., and Thomas, S. 2004. "Corporate Diversification and Asymmetric Information: Evidence from Stock Market Trading Characteristics". *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10: 105-129.
- Cleassens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H., and Lang, L.H.P., 1998. "Corporate Diversification In East Asia: The Role of Ultimate Ownership and Group Affiliation" *Working Paper*, World Bank
- Cleassens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H., and Lang, L.H.P., 2001. "The Pattern and Valuation Effects of Corporate Diversification". *Discussion Paper No . 2001 /127* , United Nations University and World Institute for Development Economics Research .
- Cook, T.D., and Campbell, D.T., 1979. "*Quasi-Experimentation: Design and Analysis, Issues for Field Setting*". Boston, Houghton, Mifflin Company, USA.
- Comment, R., and Jarrell, G., 1995. "Corporate Focus and Stock Return", *Journal of Financial Economics*, Vol.37: 67–87.
- Christensen, J.F., and Foss, N.J., 1997. "Dynamic Corporate Coherence and Competence Based Competition: Theoretical Foundations and Strategic Implications". In: A. Heene & R. Sanchez (Eds), *Competence-based strategic management*. Chichester: Wiley, USA.
- DaDalt, P., Donalson, J., and Garner, J., 2002. "Will any q do? Firm Characteristics and Divergences in Estimates of Tobin's q". *Working Paper*, Georgia University.
- Damodaran, A., 2005. "The Value of Synergy". *Working Paper*, Stern School University.
- David, F.R., 2011. "*Strategic Management Concept and Case 13th edition*". Prentice Hall, New Jersey, USA.
- Davidson, J., 2000. "*Econometric Theory*". Blackwell Publishers, New York,
- Denis, D.J., Denis, D.K., and Yost, K., 2002. "Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value", *Journal of Finance*, Vol.57: 1951–1979.
- Denis, D.J., Denis, D.K., and Sarin, A., 1997. "Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification". *Journal of Finance*, Vol. 52: 135–160.
- Dess, G.G., and Miller, A. 1996. "*Strategic Management*". 2nd edition, The McGraw-Hill, USA.
- Davis, R., and Duhaime, I.M., 1992. "Diversification, Industry Analysis and Vertical Integration: New Perspectives and Measurement". *Strategic Management Journal*, 511 – 52
- Dodd, P., and Warner, J.B., 1983. "On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests". *Journal of Financial Economics*, Vol. 11: 401 – 438.
- Donaldson, G., 1984. "*Managing Corporate Wealth: The Operation of a Comprehensive Financial Goals System*". Harvard Business School.
- Eckbo, E.B., 2007. "*Handbook of Corporate Finance*". Elsevier, B.V., England.
- Edwards, C., 1955. "*Conglomerate Bigness as a Source of Power*". Princeton: Princeton University Press. USA.

- Errunza, V., and Senbet, L., 1981. "The Effects of International Operations on Market Value of the Firm: Theory and Evidence". *Journal of Finance*, Vol. 36: 401–417.
- Erdorf, S., Hartmann, T., Heinrichs, N., and Matz, M., 2012. "Corporate Diversification and Firm Value A Survey of Recent Literature". *Working Paper*, Cologne Graduate School.
- Fama, E.F., and French, K.R., 1996. "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies." *Journal of Finance*, Vol.51(1): 55-84.
- Fama, E.F., and French, K.R., 1998. "Value versus Growth: The International Evidence". *Journal of Finance*, Vol. 53: 1975-1999.
- Fauver, L., Houston, J., and Naranjo, A., 2003. "Capital Market Development, International Integration, Legal Systems, and the Value of Corporate Diversification: a Cross-Country Analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38: 135-157.
- Fazzari, S., Hubbard, R., and Peterson, B., 1988. "Financing Constraints and Corporate Investment". *Brookings Papers on Economic Activity*, 141–195.
- Ferris, S.P., Sen, N., Lim, C.Y., and Yeo, G.H.H., 2002. "Corporate Focus versus Diversification: The Role of Growth Opportunities and Cash Flow". *Journal of International Financial Markets Institutions and Money*, Vol. 12: 231 – 252.
- Fulghieri, P., and Hodrick, L.S., 2006. "Synergies and Internal Agency Conflicts: The Double-edged Sword of Mergers". *Journal of Economics and Management Strategy*, Vol. 15(3): 549 – 576.
- Galai, D., and Masulis, R., 1976. "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock". *Journal of Financial Economics*, Vol.3: 53-81.
- Galvan, A., Pindado, J., and de la Torre, C., 2007. "Diversification: Value-Creating or Value-Destroying Strategy? Evidence from Using Panel Data". *Working Paper*, Universidad de Salamanca, Spain.
- Gartner, R.H., Scharfstein, D.S., andn Stein, J.C., 1994. "Internal versus External Capital Markets", *Quarterly Journal of Economics*, 109: 691-719.
- Gomes, J., and Livdan, D., 2004. "Optimal Diversification: Reconciling Theory and Evidence", *Journal of Finance*, Vol. 59: 507–535.
- Gort, M., 1962. "*Diversification and Integration in American Industry*". Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Graham, J., Lemmon, M., and Wolf, J., 2002. "Does Corporate Diversification Destroy Value?", *Journal of Finance*, Vol. 57: 695–720.
- Grant, R.M., Jammine, A.P., and Thomas, H., 1988. "Diversity, Diversification, and Profitability among British Manufacturing Companies". *Academy of Management Journal*, Vol.31:771–801.

- Gujarati, D. 2004. *“Basic Econometrics 4th edition”*. The McGraw-Hill, USA.
- Hair, J.F., Anderson, R.E., Tatham, R.L., and Black, W.C. 1998. *“Multivariate Data Analysis 5th edition”*. Prentice-Hall, USA.
- Hadlock, C., Ryngaert, M., and Thomas, S., 2001. “Corporate Structure and Equity Offerings: are There Benefits to Diversification?”. *Journal of Business*, Vol. 74: 613-635.
- Hedges, L.V., and Olkin, I., 1985. *“Statistical Methods for Meta-Analysis”*. Orlando, FL: Academic Press. USA.
- Harris, M., Kriebel, C.H., and Raviv, R., 1982. “Asymmetric Information, Incentives and intra firm Resource Allocation”. *Management Science*, Vol. 28 (6): 604 – 620
- Harto. P., 2007. “Pengaruh Diversifikasi Korporat Terhadap Kinerja Perusahaan” *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 1, Nomor 3.
- Heckman, J., 1979. “Sample Selection Bias as Specification Error”, *Econometrica*, Vol. 47: 153-161.
- Helfat, C.E., and Eisenhardt, K.M., 2004. “Inter-Temporal Economies of Scope, Organizational Modularity, and the Dynamics of Diversification”. *Strategic Management Journal*, Vol. 25:1217-1232
- Higgins, R.C., and Schall, L.D., 1975. “Corporate Bankruptcy and Conglomerate Merger”. *Journal of Finance*, Vol. 30: 93-113.
- Hill, C.W.L., 1985. “Diversified Growth and Competition: The Experience of Twelve Large UK Firms”. *Applied Economics*, Vol. 17: 827 – 847.
- Hill, C.W.L., Hitt, M.A., and Hoskisson, R.E., 1992. “Cooperative versus Competitive Structures in Related and Unrelated Diversified Firms”, *Organization Science*, Vol.3: 501-521.
- Hill, C.W.L., and Snell, S.A., 1988. “External Control, Corporate Strategy, and Firm Performance in Research-intensive Industries”. *Strategic Management Journal*, Vol.9: 577-590.
- Hitt, M., Ireland, D., and Harrison, J.S., 2001. *“Merger and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stake Holder”*. Oxford Publishing, London.
- Hitt, M., Ireland, D., and Hoskisson, R.E., 2011. *“Concepts Strategic Management Competitiveness and Globalization 9th edition”*. South Western, Cengage Learning, USA.
- Hoskisson, R.E., and Hitt, M.A., 1988. “Strategic Control Systems and Relative R&D Investment in Large Multiproduct Firms”. *Strategic Management Journal*, Vol. 9: 605–622
- Hoskisson, R.E., and Hitt, M.A., 1990. “Antecedents and Performance Outcomes of Diversification: Review and Critique of Theoretical Perspectives”. *Journal of Management*, Vol.16: 461–509.
- Hyland, D., 1999. “Why Firms Diversify: An Empirical Examination”. *Unpublished manuscript*, University of Texas at Arlington.

- Hyland, D., and Diltz, J. D., 2002. "Why firms diversify: an empirical examination". *Financial Management*, Vol. 31: 51-81.
- Ilinitch, A. Y., and Zeithaml, C. P., 1995. "Operationalizing and Testing Galbraith's Center of Gravity Theory". *Strategic Management Journal*, Vol. 16: 401-410.
- Jacquemine, A.P., and Berry, C.H., 1979. "Entropy Measure of Diversification and Corporate Growth". *Journal of Industrial Economics*, Vol.27: 359-369.
- Jandik, T., and Makhija, A.K, 2004. "Can Diversification Create Value? Evidence from the Electric Utility Industry". *Working Paper*, The Ohio State University.
- Jensen, M. C., 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *American Economic Review*, Vol. 76: 323-329.
- Jensen, M.C., and Murphy, K.J., 1990. "Performance Pay and Top Management Incentives". *Journal of Political Economy*, Vol.98: 225-264.
- Jensen, M.C., 1993. "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems". *Journal of Finance*, Vol. 48, 831 – 880.
- Jensen, M., and Meckling, W., 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3: 305– 360.
- Jensen, M.C., 2004. "The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance". *European Financial Management*, Vol.10: 549-565.
- Keats, B.W., 1990. "Diversification and Business Economic Performance Revisited: Issues of Measurement and Causality". *Journal of Management*, Vol.16: 61-72.
- Keren, M., and Levhari, D., 1983. "The Internal Organization of the Firm and the Shape of Average Cost". *Bell Journal of Economics*, Vol. 14: 474-486.
- Khanna, N., and Palepu, K., 1999."Corporate Scope and Institutional Context: An Empirical Analysis of Diversified Indian Business Groups". *Unpublished manuscript*, Harvard University.
- Khanna, T., and Palepu, K., 2000. "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups", *Journal of Finance*, Vol.55: 867-891.
- Kim, W., Hwang, P., and Burgers, W., 1993. "Multinationals' Diversification and the Risk-return Trade-off". *Strategic Management Journal*, Vol.14, 275-286.
- Klein, P.G., 2001. "Were the Acquisitive Conglomerates Inefficient?", *RAND Journal of Economics*, Vol. 32 (4): 745-761.
- Klien, P.G., and Lien, L.B., 2009. "Diversification, Industry Structure and Firm Strategy: An Organizational Economics Perspective". *Advance in Strategic Management*, Vol. 26:289-312.

- Klien, P.G., and Saidenberg, M.R., 2009. "Organizational Structure and the Diversification Discount: Evidence from Commercial Banking". *Journal of Industrial Economics*, (forthcoming).
- Klier, D.O., 2009, "*Managing Diversified Portfolios*". Physica-Verlag, Heidelberg, Germany
- Lamont, O.A, 1997. "Cash flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets". *Journal of Finance*, Vol.52: 83–109.
- Lamont, O.A., and Polk, C., 2002. "Does Diversification Destroy Value? Evidence from the Industry Shocks", *Journal of Financial Economics*, Vol. 63, 51–77.
- Lang, L.H.P., and Stulz, R.M., 1994. "Tobin's q, Corporate Diversification and Firm Performance", *Journal of Political Economy*, Vol. 102: 1248-1280.
- Lang, L.H.P., Stulz, R., and Walkling, R., 1989. "Managerial Performance, Tobin's q, and the Gains from Successful Tender Offers". *Journal of Financial Economics*, Vol. 24: 137-154.
- Lewellen, W., 1971. "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger". *Journal of Finance*, Vol. 26: 521 –537.
- Lin, C., and Su, D., 2007. "Industrial Diversification, Partial Privatization and Firm Valuation: The Chinese Evidence, *Working Paper*, Lingnan University, Hong Kong.
- Lindenberg, E.B., and Ross, S.A., 1981. "Tobin's q Ratio and Industrial Organization", *Journal of Business*, Vol. 54: 1-32.
- Lichtenberg, F.R., 1991. "The Managerial Response to Regulation of Financial Reporting for Segments of a Business Enterprise". *Journal of Regulatory Economics*, Vol. 3: 241 – 249.
- Lins, K.V., and Servaes, H., 2002. "Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Market?", *Financial Management*, Vol. 31 (2): 5-31.
- Lippman, S. A., and Rumelt, R.P., 1982. "Uncertain Imitability: an Analysis of Interfirm Differences in Efficiency Under Competition". *Bell Journal of Economics*, Vol. 13: 418-438.
- Lubatkin, M.H., and Rogers, R.C., 1989. "Diversification, Systematic Risk, and Shareholder Return: A Capital Market Extension of Rumelt's 1974 Study", *Academy of Management Journal*, Vol.32: 454–465.
- Mackey, T.B., 2006. "Essays on Corporate Diversification and Firm Value". *Unpublished Dissertation*, The Ohio State University.
- Mackey, T.B., and Barney, J.B., 2006, "Is There a Diversification Discount? Diversification, Payout Policy, and the Value of a Firm", *Academy of Management Proceedings*.
- Maksimovic, V., and Philips, G., 2007. "Conglomerate Firm and Internal Capital Market" *Handbook of Corporate Finance, Volume 1*, Elsevier, 423-479
- Maksimovic, V., and Phillips, G., 2002. "Optimal Firm Size and the Growth of Conglomerate and Single-Industry Firms," *Journal of Finance*, Vol. 57: 721-767.

- Mansi, S., and Reeb, D., 2002. "Corporate Diversification: What Gets Discounted?" *Journal of Finance*, Vol. 57: 2167-2183.
- Mankiw, G.N., 1990. "A Quick Refresher Course in Macroeconomics," *Journal of Economic Literature*, vol. XXVIII: 1648
- Markham, J.W., 1973. "*Conglomerate Enterprise and Economic Performance*". Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Markides, C. C., 1992. "Consequence of Corporate Refocusing: Ex ante Evidence". *Academy of Management Journal*, Vol.35: 398–412.
- Markides, C.C., and Williamson, P.J., 1994. "Related Diversification, Core Competencies and Corporate Performance". *Strategic Management Journal*, Summer, Vol.15: 149-165.
- Martin, J.D., and Sayrak, A., 2003. "Corporate Diversification and Shareholder Value: A Survey of Recent Literature". *Journal of Corporate Finance*, Vol. 9: 37-57.
- Matsusaka, J.G., 2001. "Corporate Diversification, Value Maximization and Organizational Capabilities", *Journal of Business*, Vol. 74: 409–431.
- Matsusaka, J.G., 1993. "Takeover Motives during the Conglomerate Merger Wave". *The RAND Journal of Economics*, Vol.24: 357 – 379.
- Matsusaka, J.G., and Nanda, V., 1996. "Internal Capital Markets and Corporate Refocusing". *Working Paper*, University of Southern California.
- May, D.O., 1995, "Do Managerial Motives Influence Firm Risk-reduction Strategies?". *Journal of Finance*, Vol.50: 1291-1308
- Mayer, M., and Whittington, R., 2003. "Diversification in Context: A cross-national and cross-temporal Extension". *Strategic Management Journal*, Vol. 24: 773-781.
- McConnell, J.J., and Servaes, H., 1990. "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value". *Journal of Financial Economics* (Oct): 595-612
- McCutcheon, B.J., 1991. "What Caused Conglomerate Information? An Examination of Managerial Behavior and Internal Capital Markets in the 1960s Conglomerates". *Doctoral Dissertation*, University of Chicago.
- Meggison, W.L., 1997. "*Corporate Finance Theory*", Addison Wesley, New York.
- Meggison, W.L., Morgan, A., and Nail, L., 2000. "Changes in Corporate Focus, Ownership Structure, and Long-Run Merger Returns". *Unpublished Manuscript*, Michael Price College of Business, University of Oklahoma
- Michel, A., and Shaked, I., 1984. "Does Business Diversification Affect Performance?", *Financial Management*, Vol.13(4): 18-25.
- Milgrom, P., and Roberts, J., 1982. "Predation, Reputation, and Entry Deterrence". *Journal of Economic Theory*, Vol. 27: 280–312.

- Modigliani, F., and Miller, M.H., 1961. "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares". *Journal of Business* (Oct): 411-433.
- Mirer, T.W. 1990. "*Economics Statistics and Econometrics*" Maxwell, MacMillan, New York.
- Montgomery, C. A., 1982. 'The Measurement of Firm Diversification: Some New Empirical Evidence'. *Academy of Management Journal*, Vol.25: 299-307.
- Montgomery, C.A., 1994. "Corporate Diversification". *Journal of Economic Perspectives* Vol.8, no.3: 163-178.
- Montgomery, C.A., and Wernerfelt, B., 1988. "Diversification, Ricardian Rents, and Tobin's q", *The RAND Journal of Economics*. Vol. 19: 623-632.
- Morck, R., and Yeung, B., 1999. "Why Firms Diversify: Internalization versus Agency Problems", *Working paper*, University of Michigan.
- Morck, R., Schleifer, A., and Vishny, R., 1988. "Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis". *Journal of Financial Economics*, Vol. 20: 293-315.
- Myers, S.C., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing". *Journal of Financial Economics*, Vol. 5: 147-175.
- Myers, S.C., 1984. "The Capital Structure Puzzle". *Journal of Finance*, Vol.39: 575-592
- Nakano, M., Kubo, N., and Yoshimura, Y., 2004. "Does Diversification Strategy Create or Destroy Value?". *Hitotsubashi Journal of Commerce and Management*, Vol. 39 :31-43
- Nayyar, P. R., 1992. "On the Measurement of Corporate Diversification Strategy: Evidence from Large U.S. Service Firms". *Strategic Management Journal*, Vol.13: 219-235.
- Ozbas, O., and Scharfstein, D., 2010. "Evidence on the Dark Side of Internal Capital Market". *Review of Financial Studies*, Vol. 23 (2): 581-599.
- Palia, D., 1999. "Corporate Governance and the Diversification Discount". *Working Paper*, University California Los Angeles.
- Palich, L.E., Cardinal, L.B., and Miller, C.C., 2000. "Curvilinearity in the Diversification-Performance Linkage: An Examination of Over Three Decade of Research". *Strategic Management Journal*, Vol.21: 155-174.
- Palich, L.E., Carini, G.R., and Seaman, S.L., 2000. "The Impact of Internationalization on the Diversification-Performance Relationship: Replication and Extension of Prior Research". *Journal of Business Research*, Vol. 48: 43-54
- Palepu, K., 1985. "Diversification Strategy, Profit Performance and the Entropy Measure", *Strategic Management Journal*, Vol. 6: 239-255.
- Pearce II, J.A. dan Robinson, R.B. 1997. "Manajemen Strategik". Binarupa Aksara, Jakarta.
- Penrose, E.T., 1959. "*The Theory of the Growth of the Firm*". Wiley, New York.

- Peyer, U., and Shivdasani, A., 2001. "Leverage and Internal Capital Market: Evidence from Leveraged Recapitalizations". *Journal of Financial Economics*, Vol.59 (3): 477-515.
- Pils. F., 2009, "*Diversification, Relatedness and Performance*". Gabler Edition Wissenschaft, GmbH. Wiesbaden, Germany.
- Pitts, R.A., and Hopkins, H.D., 1982. "Firm Diversity: Conceptualization and Measurement". *The Academy of Management Review*, Vol. 7 (4): 620 – 629.
- Porter, M. E., 1985. "*Competitive Advantage*". Free Press, New York
- Prahalad, C.K., and Hamel, G., 1990. "The Core Competence of the Corporation". *Harvard Business Review*, May-June: 79-91.
- Prahalad, C.K., and Bettis, R.A., 1986. "The Dominant Logic: A New Linkage between Diversity and Performance". *Strategic Management Journal*, Vol. 7, No. 6: 485-501.
- Rajan, R., and Zingales, L., 1998. "Financial Dependence and Growth". *American Economic Review*, Vol.88: 86-559.
- Rajan, R., Servaes, H., and Zingales, L., 2000. "The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment", *Journal of Finance*, Vol. 55: 35–80.
- Ramanujam , V., and Varadarajan , P.R., 1989. "Research on Corporate Diversification: A Synthesis", *Strategic Management Journal*, Vol.10 (6) , 523 – 551.
- Raycov, T., and Marcoulides, G.A., 2008. "*An Introduction to Applied Multivariate Analysis*" Routledge, Taylor and Francis Group, 270 Madison Avenue, New York.
- Ravenscraft, D.J., 1983. "Structure-Profit Relationship at the Line-of-Business and Industry Level", *The Review of Economics and Statistics*, Vol.65: 22-31.
- Ravenscraft, D.J., and Scherer, F.M., 1987. "Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency". *The Brookings Institution*. Washington, DC. USA.
- Richardson, G.B., 1972. "The Organization of Industry". *Economics Journal*, Vol.82: 883-896.
- Robins, J. and Wiersema, M. F., 1995. "A Resource-Based Approach to the Multibusiness Firm: Empirical Analysis of Portfolio Interrelationships and Corporate Financial Performance". *Strategic Management Journal*, Vol. 16: 277-299.
- Robins, J.A., and Wiersema, M.F., 2003. "The Measurement of Corporate Portfolio Strategy: Analysis of the Content Validity of Related Diversification Indexes". *Strategic Management Journal*, Vol. 24(1): 39-39.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., and Jaffe, J., 2003. "*Corporate Finance, 7th edition*". McGraw-Hill, Irwin. Chicago.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J., and Jordan, B.D., 2011. "*Corporate Finance Core Principle and Applications*". McGraw-Hill, Irwin. Chicago.
- Ross, S.A, 1976. "The Determination of Financial Structure: The Incentive-signaling Approach". *The Bell Journal of Economics*, Vol.8:23–40,

- Rumelt, R.P., 1974. “*Strategy, Structure, and Economic Performance*”. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Rumelt, R.P., 1982. “Diversification Strategy and Profitability”, *Strategic Management Journal*, Vol. 3(4): 359-369.
- Salinger, M.A., 1984. “Tobin’s q, Unionization, and the Concentration-Profit Relationship”. *Rand Journal of Economics*, Vol. 15(2): 159-170.
- Saloner, G., 1987. “Predation, Mergers, and Incomplete Information”. *RAND Journal of Economics*, Vol. 18: 165-186.
- Salter, M.S., and Weinhold, W.A., 1979. “*Diversification through Acquisition: Strategies for Creating Economic Value*”. New York, NY: The Free Press.
- Santolo, J., and Bacerra, M., 2008. “Competition from Specialized Firm and Diversification Performance Linkage”. *Journal of Finance*, Vol. 68 (2): 851-993.
- Satoto, S.H., 2009. “Strategi Diversifikasi Terhadap Kinerja Perusahaan”. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 13: 280-287.
- Scharfstein, D.S., 1998. “The Dark Side of Internal Capital Market II: Evidence from Diversified Conglomerate”. *NBER Working Paper*, National Bureau of Economic Research Inc.
- Scharfstein, D.S., and Stein, J., 2000. “The Dark Side of Internal Capital Market: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment”, *Journal of Finance*, Vol. LV: 2537-2564.
- Scherer, F.M., 1980. “*Industrial Market Structure and Economic Performance*”. Rand McNally, Chicago, IL. USA.
- Schoar, A., 2002. “Effects of Diversification on Productivity”, *Journal of Finance*, Vol. 57: 2379–2403
- Shleifer, A., and Vishny, R., 1989. “Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Assets”. *Journal of Financial Economics*, Vol.25: 123-140.
- Shin, H., and Stulz, R.M., 1998. “Are Internal Capital Markets Efficient?”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113: 531–552.
- Simmonds , P.G., 1990. “The Combined Diversification Breadth and Mode Dimensions and the Performance of Large Diversified Firms”, *Strategic Management Journal*, Vol.11: 399–410.
- Singh, M., Mathur, I., and Gleason, K. C. 2004. “Governance and Performance Implications of Diversification Strategies: Evidence from Large U.S. Firms”. *The Financial Review*, Vol. 39: 489-526.
- Shleifer, A., and Vishny, R.W., 1989. “Management Entrenchment: the Case of Manager-Specific Investments”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 25: 123 - 140.
- Singarimbun, M., dan Effendi, S. 1995. “*Metode Penelitian Survei*” LP3ES, Jakarta.

- Smirlock, M., Gilligan, T.W., and Marshall, W.J., 1984. "Tobin's q and the Structure-Performance Relationship". *American Economics Review*, Vol. 74: 60-1051.
- Stein, J., 1997. "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources". *Journal of Finance*, Vol.52: 111-133.
- Stein, J., 2007. "Disagreement and Stock Market", *Journal of Economic Perspective*, Vol. 21, 109 – 128.
- Stulz, R., 1990. "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies". *Journal of Financial Economics*, Vol.26: 3–27.
- Sugiyono., 2009. "Statistik untuk Penelitian". Alfabeta, Bandung.
- Szeless, G., Wiersema, M., and Müller-Stewens, G., 2003. "Portfolio Interrelationships and Financial Performance in the context of European Firms". *European Management Journal*, Vol.21: 146-163.
- Tanriverdi, H., and Venkatraman, N., 2005. "Knowledge Relatedness and the Performance of Multibusiness Firms". *Strategic Management Journal*, Vol. 26: 97-119.
- Teece, D.J., 1980. "Economies of Scope and the Scope of the Enterprise". *Journal of Economic Behaviour and Organisation*, Vol.1: 223-245.
- Teece, D.J., 1982. "Towards an Economic Theory of the Multiproduct Firm". *Journal of Economics Behavior and Organization*, Vol.3: 39-63.
- Tecce, D.J., Rumelt, R., Dosi, G., and Winter, S., 1994. "Understanding Corporate Coherence: Theory and Evidence, *Journal of Economics Behavior and Organization* Vol. 23: 1-30.
- Tobin, J., 1969. "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory". *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol 1: 15-19.
- Varadarajan, P.R., and Ramanujam, V., 1987. "Diversification and Performance: A Reexamination Using a New Two-Dimensional Conceptualization of Diversity in Firms". *Academy of Management Journal*, Vol.30: 380–393.
- Villalonga, B., 2004a. "Diversification Discount or Premium? New evidence from the business information tracing series", *Journal of Finance*, Vol. 59: 479–506.
- Villalonga, B., 2004b. "Does Diversification Cause the Diversification Discount", *Financial Management*, Vol. 33: 5–23.
- Weston, J. F., Smith, K. V., and Shrives, R. E. 1972, "Conglomerate Performance Using the Capital Asset Pricing Model", *Review of Economics and Statistics*, Vol.54, 357- 363.
- Wiersema, M. and Bowen, H.P., 2005. "Corporate international diversification: the impact of foreign competition, industry globalization and product diversification," Vlerick Leuven Gent Management School Working Paper Series 2005-6, Vlerick Leuven Gent Management School.

- Wheelen, T.L. and Hunger, J.D., 2012. *“Strategic Management and Business Policy Toward Global Sustainability”*. Pearson Education, Prentice Hall, USA.
- Whited, T., 2001. “Is it Efficient Investment that Causes the Diversification Discount?”, *Journal of Finance*, Vol. 56:1667–1691.
- Willig, R.D., 1979. “Multiproduct Technology and Market Structure”. *American Economics Review*, Vol.69: 345-351
- Williamson, O.E, 1975. *“Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications”*. Collier Macmillian Publishers, New York.
- Williamson, O.E., 1985. *”The Economic Institutions of Capitalism”*. Free Press, New York.
- Wulf, J., 1998. “Influence and Inefficiency in the Internal Capital Market: Theory and Evidence”. *Unpublished manuscript*, the Wharton School, University of Pennsylvania (October).
- Zhao, H., and Luo, Y., 2002. “Product Diversification, Ownership Structure, and Subsidiary Performance in China’s Dynamic Market”. *Management International Review*, Vol.42: 27-48.