

PENGARUH DIVERSIFIKASI TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

Rafrini Amyulianthy; Nuraini Sari

Accounting and Finance Department, Faculty of Economics and Communication, BINUS University
Jln. K. H. Syahdan No. 9, Palmerah, Jakarta Barat 11480

ABSTRACT

For many years, the benefit and cost of corporate diversification strategy have been debatable. This research provides empirical evidence on corporate diversification and its consequences toward firm value. Corporate diversification as part of internal market mechanism can have benefit and cost on performance of the firm. The writers estimated that diversification strategy would reduce firm value especially in situation like Indonesia with less developed financial market and many companies are still suffering from monetary crises in recent years. The writers found that companies with diversified business segment have negative excess value comparing with stand alone firms. In relation with firms characteristics, it shows that tobins q and asset size positively related with firm value. This result rejects internal capital market hypothesis.

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

ABSTRAK

Dalam jangka waktu yang lama, terdapat debat mengenai keuntungan dan kerugian dari kebijakan diversifikasi yang diterapkan perusahaan. Penelitian ini menyediakan bukti empiris dari kebijakan diversifikasi perusahaan dan konsekuensinya terhadap nilai perusahaan. Diversifikasi perusahaan sebagai bagian dari mekanisme pasar internal memiliki keuntungan dan kerugian terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini mengestimasi bahwa kebijakan strategi diversifikasi akan mengurangi nilai dari perusahaan terutama didalam situasi seperti di Indonesia yang memiliki pasar keuangan yang belum sempurna dan banyak perusahaan masih terkena dampak dari krisis keuangan dalam dekade terakhir. Penelitian ini menemukan adanya perusahaan yang melakukan diversifikasi dalam kegiatan bisnisnya memiliki nilai kinerja yang negatif dibandingkan perusahaan yang fokus. Dan karakteristik perusahaan menunjukkan nilai tobins q dan ukuran dari aset memiliki hubungan yang positif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini menolak hipotesis internal capital market.

Kata Kunci: *diversifikasi, excess value, pasar internal, kinerja perusahaan*

PENDAHULUAN

Isu mengenai diversifikasi perusahaan telah menjadi topik menarik dari para akademisi maupun praktisi manajemen karena strategi diversifikasi masih diperdebatkan apakah dapat membawa manfaat ataupun justru membawa dampak negatif terhadap perusahaan. Di satu sisi pendapat mengatakan bahwa dengan diversifikasi perusahaan dapat meningkatkan skala ekonomis. Sementara di sisi lain banyak pendapat menyebutkan bahwa strategi fokus pada kompetensi inti justru merupakan kunci utama terhadap keunggulan perusahaan dalam jangka panjang (Capar dan Kotabe, 2003).

Harto (2005) menyebutkan dengan banyaknya perusahaan yang tumbuh dan berkembang di Indonesia, banyak perusahaan yang sudah *go public* ternyata merupakan bagian dari kelompok bisnis dari bentuk usaha konglomerasi yang umum terjadi di Indonesia. Perusahaan *go public* tersebut biasanya dipimpin oleh sebuah *holding company* yang membawahi berbagai anak perusahaan yang tersebar dalam berbagai segmen usaha. Dengan kata lain perusahaan-perusahaan *go public* tersebut pada umumnya merupakan perusahaan yang terdiversifikasi.

Bentuk usaha konglomerasi ini biasanya merupakan hasil dari perkembangan perusahaan keluarga. Dan seiring dengan perkembangan bisnis yang ada, banyak yang melakukan diversifikasi, baik dengan lebih mendalami usahanya (*related to core business*) ataupun melakukan ekspansi kedalam usaha yang bahkan sama sekali berbeda dengan bisnis semula (Servaes, 1996).

Berdasarkan bukti yang masih *inconclusive* dan minimnya penelitian mengenai diversifikasi tersebut maka penulis tertarik untuk mengetahui apakah perusahaan yang melakukan diversifikasi (*diversified firms*) memiliki perbedaan kinerja dengan perusahaan yang tidak melakukan diversifikasi (*single-segment firms*) dan apakah kebijakan diversifikasi mempengaruhi kinerja perusahaan.

Berdasarkan penjelasan latar belakang di atas, maka permasalahan penelitian ini adalah untuk memberikan bukti empiris mengenai pengaruh diversifikasi terhadap kinerja perusahaan. Sedangkan manfaat penelitian ini adalah, bagi akademisi dan peneliti, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi konseptual bagi pengembangan literatur kinerja perusahaan karena adanya kebijakan diversifikasi dan dapat memberikan bukti empiris sehingga dapat mendukung teori mengenai kebijakan diversifikasi dan implikasinya terhadap kinerja perusahaan. Bagi perusahaan dan investor, penelitian ini diharapkan dapat memberikan pemahaman tentang kebijakan diversifikasi sebagai upaya meningkatkan kinerja perusahaan.

Penelitian ini dibatasi hanya menggunakan data-data keuangan perusahaan yang sudah *go public*, baik yang masuk kategori *diversified firm* maupun *single-segment firms* di dalam industri sektor manufaktur, properti & real estate serta industri retail yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Data keuangan menggunakan *time frame* dari tahun 2002 s/d 2007. Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian sebelumnya namun menggunakan sampel dari industri yang berbeda dan tahun pengamatan yang lebih luas. Penelitian ini belum membagi kebijakan diversifikasi perusahaan menjadi diversifikasi pada bidang yang berkaitan (*related diversification*) dan bidang yang tidak berkaitan (*unrelated diversifications*).

Studi Pustaka

Diversifikasi

Perusahaan menjalankan kebijakan diversifikasi sebagai strategi korporasinya untuk beberapa alasan. Menurut Montgomery (1994), terdapat tiga perspektif motif diversifikasi perusahaan, yaitu pandangan kekuatan pasar (*market power view*), sumber daya (*resources based view*), dan perspektif keagenan (*agency view*).

Yang pertama mengenai pandangan kekuatan pasar memandang diversifikasi sebagai alat untuk menumbuhkan pengaruh anti kompetisi yang bersumber pada kekuatan usaha konglomerasi. Ketika perusahaan tumbuh berkembang menjadi besar maka pangsa pasarnya juga akan makin besar. Pandangan yang kedua merujuk pada sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan. Diversifikasi dilakukan untuk memanfaatkan kelebihan kapasitas dari sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan. Dan yang terakhir melalui sudut pandang teori keagenan (*agency theory*), yang memiliki peranan penting dalam menjelaskan hubungan antara *principal* dan *agent* dalam menjalankan fungsi dan wewenang masing-masing. Konflik keagenan yang muncul karena perbedaan kepentingan akan membawa pada masalah-masalah diantara berbagai pihak yang terlibat (Jensen dan Meckling, 1976). Dalam konteks konflik kepentingan tersebut, maka diversifikasi sebagai kebijakan perusahaan menjadi kurang optimal. Manajer yang melakukan diversifikasi akan mengarahkan diversifikasi hanya sesuai dengan kepentingannya. Penjelasan berdasarkan masalah keagenan dikemukakan oleh Chen dan Ho (2000) yang meneliti hubungan antara struktur kepemilikan dan diversifikasi perusahaan. Mereka meneliti diversifikasi pada sampel perusahaan di Singapura. Hasilnya menunjukkan bahwa kinerja yang menurun akibat diversifikasi terjadi pada perusahaan dengan tingkat kepemilikan oleh manajer yang rendah.

Diversifikasi dapat dibedakan ke dalam dua tipe yaitu *related diversification* dan *unrelated diversification* (Rumelt, 1974). Keterkaitan di sini mengacu pada hubungannya dengan bisnis utama yang sedang digeluti, atau beberapa bisnis yang membentuk *value chain* dalam suatu kelompok usaha. PSAK No.5 (revisi 2000) mendefinisikan segmen usaha dan segmen geografis sebagai berikut:

“Segmen usaha adalah komponen perusahaan yang dapat dibedakan dalam menghasilkan produk atau jasa (baik produk atau jasa individual maupun kelompok produk atau jasa terkait) dan komponen itu memiliki risiko dan imbalan yang berbeda dengan risiko dan imbalan segmen lain. Faktor-faktor yang dipertimbangkan dalam menentukan terkait atau tidaknya produk atau jasa meliputi: karakteristik produk atau jasa; karakteristik proses produksi; jenis atau golongan pelanggan (produk atau jasa); metode pendistribusian produk atau penyediaan jasa; dan jika praktis, karakteristik iklim regulasi, misalnya dalam perbankan, asuransi, atau public utilities.

Segmen geografis adalah komponen perusahaan yang dapat dibedakan dalam menghasilkan produk atau jasa pada lingkungan (wilayah) ekonomi tertentu dan komponen itu memiliki risiko dan imbalan yang berbeda dengan risiko dan imbalan pada komponen yang beroperasi pada lingkungan (wilayah) ekonomi lain. Faktor-faktor yang harus dipertimbangkan dalam mengidentifikasi segmen geografis meliputi: kesamaan kondisi ekonomi dan politik; hubungan antar-operasi dalam wilayah geografis berbeda; kedekatan geografis operasi; risiko khusus yang terdapat dalam operasi di wilayah tertentu; regulasi pemendalian mata uang; dan risiko mata uang.”

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

Diversifikasi dan Kinerja Perusahaan

Perdebatan mengenai strategi diversifikasi perusahaan terhadap kinerja perusahaan telah berlangsung lama. Hal ini karena maraknya kegiatan diversifikasi perusahaan yang dilakukan di negara-negara maju pada dekade 80-an. Pihak-pihak yang memandang manfaat positif diversifikasi menyatakan bahwa diversifikasi memudahkan koordinasi pada perusahaan yang memiliki banyak divisi yang berbeda yang dapat melakukan transaksi secara internal (Chatterjee dan Wernerfelt, 1991). Hal ini yang disebut mekanisme pasar intern (*internal capital market*).

Pada sisi lain, diversifikasi dapat menimbulkan dampak negatif. Banyak pendapat yang mendukung posisi ini. Stultz (1990) menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan diversifikasi akan menempatkan investasi yang terlalu besar pada lini usahanya dengan kesempatan investasi yang rendah. Sedangkan Jensen (1986) menyatakan bahwa manajer perusahaan yang memiliki *free cashflow* yang besar cenderung untuk melakukan *overinvestment* sehingga mengambil investasi yang dapat menurunkan nilai (*value decreasing*) dan proyek yang memiliki *net present value* yang negatif ketika mengalokasikan pada segmen usaha mereka. Masalah lain yang muncul adalah adanya biaya asimetri informasi yang muncul antara manajemen pusat dan manajer divisi pada perusahaan yang memiliki sistem desentralisasi. Manajer divisi yang dibebani target oleh pusat justru sering mementingkan kinerja divisinya yang sering mengakibatkan kerugian pada divisi lainnya. Hal ini muncul pada kasus *transfer pricing* antardivisi dan lebih meningkat pada perusahaan konglomerasi yang memiliki banyak sekali divisi. Akibatnya *goal congruence* yang ditetapkan oleh kantor pusat sering kurang efektif (Anthony dan Govindarajan, 2000).

Banyak penelitian yang mencoba menguji secara empiris pengaruh diversifikasi perusahaan terhadap kinerja perusahaan. Comment dan Jarrell (1995) menemukan hubungan yang negatif antara *return* saham abnormal dengan beberapa ukuran diversifikasi. Ukuran yang dipakai meliputi jumlah segmen yang dilaporkan, jumlah anak perusahaan, serta indeks Herfindahl berbasis aset dan pendapatan. Hasil yang serupa diperoleh Lang dan Stulz (1994) yang melaporkan hubungan negatif antara rasio Tobin's Q dan ukuran-ukuran diversifikasi. Selanjutnya Berger dan Ofek (1995) meneliti pengaruh diversifikasi perusahaan terhadap nilai perusahaan. Mereka mengambil sampel 5233 perusahaan selama tahun 1986-1991. Hasilnya menunjukkan bahwa nilai perusahaan yang terdiversifikasi lebih kecil dibanding perusahaan yang beroperasi pada segmen tunggal. Selisih nilai (*value loss*) berkisar antara 13%-15%, dimana selisih nilai akan berkurang jika perusahaan melakukan diversifikasi pada segmen yang berkaitan (*related diversification*). Selain itu segmen usaha perusahaan yang melakukan diversifikasi memiliki laba operasi yang lebih rendah dibanding perusahaan yang mempunyai segmen tunggal. Nilai perusahaan yang lebih rendah berkaitan dengan investasi yang berlebihan yang dilakukan oleh perusahaan.

Kondisi diversifikasi di negara-negara berkembang menjadi fenomena yang menarik untuk diteliti. Hal ini karena negara berkembang belum memiliki mekanisme pasar modal eksternal yang maju. Sehingga proses alokasi modal secara internal melalui diversifikasi menjadi dominan, terutama untuk perusahaan-perusahaan besar. Maka tidaklah mengherankan apabila kekuatan konglomerasi menjadi pilar ekonomi yang sangat signifikan di negara-negara berkembang.

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

diversifikasi yang berkaitan dengan diversifikasi yang tidak berkaitan merupakan strategi optimal yang akan menghasilkan kinerja perusahaan yang lebih baik.

Diversifikasi pada segmen bisnis yang berbeda akan membuka kesempatan investasi yang baru. Dalam kaitannya dengan diversifikasi perusahaan, hal ini menjadi fenomena yang umum di negara-negara berkembang. Syakhroza (2003) menyebutkan karakteristik perusahaan di Indonesia banyak ditandai munculnya kelompok bisnis yang menguasai berbagai sektor usaha. Keberadaan konglomerat yang berperan besar dalam perekonomian seolah menegaskan bahwa mekanisme *internal capital market* lebih dominan.

Variabel Lain yang Memengaruhi Kinerja Perusahaan

Sejumlah studi telah menunjukkan bahwa ukuran perusahaan akan berpengaruh pada kebijakan perusahaan. Makin besar perusahaan maka makin banyak dana yang digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan. Al Najjar dan Belkaoui (2001) menemukan bahwa ukuran perusahaan berbanding positif dengan peluang pertumbuhan yang dimiliki. Artinya makin besar ukuran perusahaan, makin besar kesempatan investasi yang dimilikinya sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Untuk dapat lebih jelas lagi, berikut dilampirkan tabel rangkuman kumpulan penelitian sebelumnya yang meneliti diversifikasi serta hubungannya terhadap kinerja.

Tabel 1 Tabel Rangkuman Literatur

| No. | Peneliti | Hubungan |
|-----|----------------------------------|---|
| 1 | Jensen dan Meckling (1976) | Negatif |
| 2 | Chen dan Ho (2000) | Negatif |
| 3 | Stultz (1990) | Negatif |
| 4 | Jensen (1986) | Negatif |
| 5 | Comment dan Jarrell (1995) | Negatif |
| 6 | Anthony dan Govindarajan (2000) | Negatif |
| 7 | Hanazaki dan Liu (2003) | Negatif |
| 8 | Rajan et.al (2000) | Negatif |
| 9 | Comment dan Jarrell (1995) | Negatif |
| 10 | Lang dan Stulz (1994) | Negatif |
| 11 | Berger dan Ofek (1995) | Negatif |
| 12 | Denis et al (1997) | Negatif |
| 13 | Chatterjee dan Wernerfelt (1991) | Positif |
| 14 | Weston (1970) | Positif |
| 15 | Berger dan Ofek (1995) | Positif |
| 16 | Li dan Wong (2003) | Positif |
| 17 | Antoinette Schoar (2002) | Positif |
| 18 | Graham, Lemmon, dan Wolf (2002) | Positif |
| 19 | Jandik dan Makhija (2005) | Positif |
| 20 | Khanna dan Palepu (2000) | Positif |
| 21 | Claessens et.al (2001) | Positif sebelum krisis Negatif ketika krisis |
| 22 | Lang dan Douglas (2003) | Positif |

Berdasarkan teori-teori yang disebutkan, maka peneliti akan menguji hipotesis sebagai berikut.

Ho₁ : tidak terdapat pengaruh diversifikasi terhadap kinerja perusahaan

Ha₁ : terdapat pengaruh diversifikasi terhadap kinerja perusahaan

Tabel 2 Prediksi Hubungan Variabel Independen-Dependen

| Variabel | Prediksi Hubungan |
|-----------------|-------------------|
| Diversifikasi | (-)/(+) |
| Size | (+) |
| TobinsQ | (+) |
| Dummy Sektor | (+) |
| Dummy Segmen 1 | (+) |
| Dummy Segemen 2 | (+) |

METODE PENELITIAN

Data dan Sampel Penelitian

Sampel yang dipilih dalam penelitian ini adalah perusahaan *go public* yang terdaftar di BEI pada kategori industri sektor manufaktur, properti & *real estate* serta industri *retail* pada tahun anggaran 2002 sampai dengan 2007. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, artinya sampel sengaja dipilih berdasarkan kriteria tertentu agar dapat mewakili populasinya.

Kriteria pemilihan sampel adalah sebagai berikut: perusahaan yang diteliti adalah perusahaan yang *go public* dan telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun pengamatan penelitian yaitu tahun 2002-2007; perusahaan menerbitkan dan mempublikasikan laporan keuangan *audited* selama tahun pengamatan penelitian yaitu tahun 2002-2007; perusahaan termasuk dalam kategori industri sektor manufaktur, properti & *real estate* serta industri *retail*; perusahaan secara konsisten mencantumkan data segmen usaha dan jumlah anak perusahaan (*subsidiary*).

Metode Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yaitu data yang diperoleh dari pihak lain dalam bentuk data yang sudah jadi berupa publikasi. Data tersebut terdapat dalam *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* yang diterbitkan oleh *Institute for Economic and Financial Research (ECFIN)* dan data berupa *annual report*, laporan keuangan, dan profil *issuer* atau emiten yang diperoleh dari *website* BEI di www.idx.co.id.

Operasionalisasi Variabel

Kinerja Perusahaan

Pengukuran kinerja dilakukan mengadopsi ukuran dari Berger dan Ofek (1995), Bodnar et.al (1998), dan Claessens et.al (2001). Ukuran tersebut disebut sebagai *Excess Value of Firm (EXV)*, yang merupakan selisih kinerja perusahaan diversifikasi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan diversifikasi. Nilai EXV yang positif berarti perusahaan yang melakukan diversifikasi memiliki kinerja yang lebih tinggi dari perusahaan yang tidak melakukan diversifikasi dan nilai negatif menunjukkan kinerja yang lebih rendah.

Nilai kinerja ini didapatkan dengan membagi nilai perusahaan sesungguhnya (*market capitalization*) dengan nilai yang sudah disesuaikan dengan pengaruh industri yang disebut *imputed value*. *Imputed value* menunjukkan tingkat kinerja perusahaan pada level individual (*single firm*). Nilai ini menunjukkan bagaimana kinerja masing-masing segmen perusahaan dihasilkan ketika mereka dianggap seolah-olah merupakan perusahaan individu yang independen. Rumusnya adalah:

$$EXV = \ln \frac{MC}{IV} \quad \dots\dots (2)$$

$$IV_{i,t} = \sum_{j=0}^n \text{segsales} * \text{indiv} (\text{market/sales}) \quad \dots\dots(3)$$

keterangan:

MC : *Market capitalization* dihitung dengan nilai pasar ekuitas saham plus nilai buku kewajiban.

IV_{i,t} : *Imputed value* dihitung dengan mengalikan rasio median *market-to-sales* industri dengan penjualan tiap segmen usaha perusahaan di industri tersebut. *Imputed value* merupakan penjumlahan dari perkalian masing-masing segmen untuk seluruh segmen dalam satu perusahaan tersebut.

Segsales : merupakan penjualan pada masing-masing segmen.

Individual (market/sales) : rasio median dari *market capitalization* terhadap penjualan untuk perusahaan segmen individual dalam satu industri.

Diversifikasi Perusahaan

Diversifikasi perusahaan merupakan tingkat pengembangan yang dilakukan perusahaan melalui jumlah perusahaan yang dikelola maupun tingkat segmen usaha yang dimiliki, minimal 2 segmen usaha. Diversifikasi perusahaan diukur dengan Indeks Herfindahl (HHI) dari jumlah penjualan segmen usaha perusahaan. Indeks dihitung dari jumlah dari kuadrat penjualan masing-masing segmen dibagi dengan kuadrat total penjualan perusahaan dengan rumus sebagai berikut:

$$H = \frac{\sum_{i=1}^n \text{segsales}^2}{(\sum_{i=0}^n \text{sales})^2} \quad \dots\dots(1)$$

Size

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

Tobins Q

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

Model Penelitian

Untuk menguji hipotesis penelitian digunakan prosedur uji beda dan prosedur *Ordinary Least Square* (OLS) dengan analisis regresi berganda dan program yang digunakan untuk membantu analisis data adalah program Eviews dan SPSS. Analisis diawali dengan melakukan pengujian asumsi klasik terhadap data penelitian, dilanjutkan dengan pengujian hipotesis. Model persamaan yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah sebagai berikut:

$$EXV = \alpha + \beta_1 \text{DIVER} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{TOBINS Q} + \beta_4 \text{DUMMYSEGMENT} \\ \quad \quad \quad (-)/(+) \quad \quad (+) \quad \quad (+) \quad \quad (+) \\ + \beta_5 \text{DUMMY SEKTOR1} + \beta_6 \text{DUMMY SEKTOR 2} + \varepsilon \\ \quad \quad \quad (+) \quad \quad \quad (+)$$

keterangan:

- EXV : *excess value*, menunjukkan nilai perusahaan, satuan dalam rasio.
DIVER : diversifikasi perusahaan yang diukur dengan HHI, satuan dalam rasio.
SIZE : log normal total aset, satuan dalam rasio.
TOBINS Q : tingkat kesempatan investasi perusahaan, diukur dari market value saham plus nilai buku hutang dibagi total aset, satuan dalam rasio.
DUMMYSEG : variabel dummy 1 jika perusahaan memiliki segmen lebih dari satu segmen usaha, 0 jika perusahaan memiliki segmen tunggal, satuan dalam nominal.
DUMSEKT1 : variabel dummy sektor industri, 1 jika sektor industri manufaktur, 0 jika sektor industri lain, satuan dalam nominal.
DUMSEKT2 : variabel dummy sektor industri, 1 jika sektor industri properti dan real estate, 0 jika sektor industri lain

Analisis Data

Prosedur yang digunakan dalam menganalisis data adalah menggunakan uji statistik uji beda ANOVA *single factor* untuk melihat perbedaan kinerja antara perusahaan yang melakukan diversifikasi dengan perusahaan yang tidak melakukan diversifikasi. Kemudian analisis multivariat dengan regresi berganda dilakukan untuk melihat pengaruh diversifikasi terhadap kinerja perusahaan dengan prosedur *Ordinary Least Square* (OLS). Sedangkan program statistika yang digunakan untuk membantu analisis data adalah E-Views versi 4 dan SPSS.

Metode OLS adalah metode yang meminimalkan jumlah kuadrat simpangan. Asumsi-asumsi dasar yang harus dipenuhi dalam OLS menurut adalah:

- (i) galat memiliki nilai harapan nol $E(\epsilon_i) = 0$;
- (ii) galat memiliki varians yang konstan untuk semua observasi (homoskedastik);
- (iii) variabel independen X_2, X_3, \dots, X_k adalah non-stokastik;
- (iv) tidak ada hubungan linear diantara variabel independen;
- (v) tidak ada korelasi antara galat antar waktu, jadi galat pada waktu tertentu tidak berhubungan dengan galat pada waktu lainnya;
- (vi) antara galat dengan variabel independen tidak ada hubungan linear.

Asumsi-asumsi tersebut harus dipenuhi untuk mendapatkan estimasi parameter yang bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Untuk menguji pelanggaran asumsi dan *treatment* pelanggaran asumsi tersebut, maka digunakan prosedur-prosedur sebagai berikut:

Multikolinearitas/Kolinearitas Jamak

Multicollinearity atau kolinearitas jamak muncul jika di antara variabel independen memiliki korelasi yang tinggi. Masalah dalam kolinearitas jamak bukan ada atau tidaknya, tetapi masalah serius atau tidaknya. Efek dari kolinearitas jamak: Penafsiran dari koefisien-koefisien regresi sangat sulit. Efek satu variabel independen terhadap variabel dependen dari efek variabel independen yang lain sulit dipisahkan; Distribusi parameter regresi sangat peka terhadap korelasi antara peubah-peubah bebas dan besaran galat baku regresi. Kepekaan ini nampak dalam bentuk varians dan galat baku parameter regresi yang sangat tinggi. Varians dan galat baku untuk koefisien regresi menjadi tinggi sehingga nilai t-hitung menjadi lebih kecil dan sebagai akibatnya kita cenderung tidak dapat menolak hipotesis nol karena besarnya galat baku dugaan. Dengan t-hitung yang mengecil menyebabkan signifikansi dari t menjadi turun; Nilai koefisien regresi bukan nilai yang sebenarnya. Ada koefisien yang *overestimates* dan ada koefisien yang *underestimates*.

Pelanggaran ini menjadi masalah jika tujuan melakukan regresi adalah untuk menafsirkan koefisien regresi. Akan tetapi, jika tujuannya adalah untuk meramal, kolinearitas jamak tidak menjadi masalah. Indikasi-indikasi adanya kolinearitas jamak: pertama, jika ditemukan nilai R^2 yang

tinggi dan nilai statistik F yang signifikan, tetapi sebagian besar nilai statistik t tidak signifikan. Kedua, korelasi sederhana yang relatif tinggi (0.8 atau lebih) antara satu atau lebih pasang variabel independen. Jika koefisien korelasi kurang dari 0.8 berarti masalah tidak terlalu serius, belum terjadi kolinearitas berganda. Jika koefisien korelasi lebih dari 0.9, berarti kolinearitas berganda merupakan masalah yang serius. Ketiga, apabila *condition number* yang berkaitan dengan variabel independen bernilai lebih dari 20 atau 30, nilai *condition number* dapat diperoleh dengan prosedur pemisahan matriks peubah-peubah bebas. *Rules*: terjadi keseriusan masalah kolinearitas berganda jika *condition index* lebih dari 20 atau 30. Menurut Gujarati (2003), jika nilai *condition index* antara 10 sampai 30 terdapat *moderate to strong multicollinearity*, dan jika melebihi 100 terdapat *severe multicollinearity*. Kemudian jika nilai *Eigen value* rendah merupakan indikasi adanya *severe multicollinearity*. Keempat, dengan menggunakan *Variance Inflation Factor and Tolerant*. Toleransi dari sebuah variabel biasanya digunakan untuk mengukur kolinearitas. Jika toleransi sebuah variabel kecil, kolinearitas berganda menjadi masalah yang serius. *Variance Inflation Factor (VIF)*, merupakan kebalikan dari toleransi.

Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas terjadi jika varians dari galat berubah. Heteroskedastisitas biasanya muncul pada data *cross section*. Heteroskedastisitas biasanya tidak terjadi pada data *time series* (deret waktu) karena perubahan-perubahan dalam variabel dependen dan perubahan-perubahan dalam satu atau lebih variabel independen kemungkinan adalah sama besar. Efek dari heteroskedastisitas adalah pendugaan kuadrat terkecil membobot lebih berat pada observasi yang memiliki varians galat lebih besar dibanding pada observasi yang memiliki varians galat lebih kecil. Hal ini terjadi karena jumlah residual kuadrat dari galat yang memiliki varians yang lebih besar kemungkinan adalah lebih besar dari pada jumlah residual kuadrat dari galat yang mempunyai varians yang lebih kecil. Garis regresi akan disesuaikan untuk meminimumkan jumlah residual kuadrat total, dan ini dilakukan dengan memastikan kecocokan dalam porsi varians besar dari data. Karena pembobotan implisit ini, penduga-penduga parameter kuadrat terkecil biasa adalah tidak bias dan konsisten, tapi tidak efisien, yaitu varians dugaannya bukanlah varians minimum. Selain itu, varians dugaan dari parameter-parameter dugaan adalah penduga-penduga yang bias dari varians yang sebenarnya.

Uji-uji heteroskedastisitas: Uji *Goldfeld Quandt*, langkah-langkah: mengurutkan data menurut besaran variabel independen yang dianggap berkaitan dengan varians galat, menghapus observasi tengah d yang besarnya kira-kira seperlima dari sampel, dua regresi terpisah, menghitung jumlah kuadrat masing-masing refresi (melihat ESS), jika uji F signifikan berarti terdapat masalah heteroskedastisitas. Uji ini digunakan jika kita tabu pasti penyebab heteroskedastisitas. Uji *Breusch-Pagan*, merupakan uji alternatif yang tidak membutuhkan urutan dan mullah diterapkan adalah uji Breusch Pagan. Uji *White*, terkait dengan uji Breusch Pagan, tetapi tidak tergantung pada asumsi galat normal. Varians galat yang digunakan di sini adalah varians galat nominal.

Autokorelasi / Korelasi Serial

Korelasi serial terjadi jika galat-galat dari observasi yang berbeda berkorelasi, dengan kata lain terjadi korelasi galat antarwaktu. Jika galat-galat dari periode-periode waktu yang berbeda (biasanya berdekatan) berkorelasi, dikatakan bahwa galat itu berkorelasi serial. Korelasi serial biasanya terjadi pada data *time series*. Korelasi serial tidak mempengaruhi ketidakbiasan atau konsistensi penduga-penduga kuadrat terkecil biasa, tetapi ia mempengaruhi efisiensinya.

Uji-uji untuk korelasi serial: Uji Durbin Watson, meliputi perhitungan uji statistik yang didasarkan pada residual-residual dari prosedur regresi kuadrat terkecil biasa. Statistiknya didefinisikan sebagai:

$$d = \frac{\sum(\varepsilon_t - \varepsilon_{t-1})^2}{\sum \varepsilon_t}$$

Serial Correlation LM Test, dapat digunakan untuk orde yang lebih tinggi dan tetap dapat diterapkan untuk model yang mengandung *lagged dependent variable*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Setelah melakukan pengumpulan data dan dilakukan pengujian terhadap data, maka selanjutnya akan dijelaskan hasil dari pengujian terhadap data tersebut.

Uji Beda

Sebelum dilakukan pengujian regresi terhadap model penelitian, sebelumnya penelitian ini ingin melihat perbedaan dari kinerja antar perusahaan yang melakukan diversifikasi dengan yang tidak melakukan diversifikasi. Prosedur uji beda ANOVA *single factor* untuk melihat perbedaan kinerja antara perusahaan yang melakukan diversifikasi dengan perusahaan yang tidak melakukan diversifikasi.

Statistika Deskriptif

Sebelum analisis dilakukan terlebih dahulu dikemukakan statistik deskriptif seperti yang terlihat pada tabel berikut ini.

Tabel 3 Sampel Perusahaan Menurut Sektor Industri

| Sektor Industri | Multi Segmen | Single Segmen | Jumlah Sampel |
|-----------------------|--------------|---------------|---------------|
| Property & Real Estat | 25 | 13 | 38 |
| Wholesale & Retail | 9 | 7 | 16 |
| Manufaktur | 13 | 6 | 19 |
| Total | 47 | 26 | 73 |

Tabel 4 Perbandingan Karakteristik Perusahaan dengan Ukuran Diversifikasi

| | N | Mean | Standar Deviasi | Variance |
|---------------|----|----------|-----------------|----------|
| Multi Segmen | 47 | -0,02854 | 0,883114014 | 0,77989 |
| Single Segmen | 26 | 0,355735 | 1,222967862 | 1,49565 |
| Difference | | 0,327195 | | |
| Total Sampel | 73 | | | |

Hasil dari Uji Beda Rata-rata

Hasil dari pengujian rata-rata kinerja perusahaan yang melakukan diversifikasi dengan yang tidak melalui ANOVA *single factor*.

Tabel 5 Hasil ANOVA

| Anova: Single Factor | | | | | | |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------|
| SUMMARY | | | | | | |
| Groups | Count | Sum | Average | Variance | | |
| Column 1 | 47 | -1,34134 | -0,02854 | 0,77989 | | |
| Column 2 | 26 | 9,249101 | 0,355735 | 1,49565 | | |
| ANOVA | | | | | | |
| Source of Variation | SS | df | MS | F | P-value | F crit |
| Between Groups | 2,471894 | 1 | 2,471894 | 2,395435 | 0,126136 | 3,975810047 |
| Within Groups | 73,26622 | 71 | 1,031919 | | | |
| Total | 75,73811 | 72 | | | | |

*signifikan dengan $\alpha=5\%$

Dari tabel tersebut juga terlihat bahwa rata-rata perusahaan yang melakukan diversifikasi memiliki nilai *excess value* yang negatif, berarti dapat diindikasikan bahwa kinerja perusahaan diversifikasi memiliki kinerja yang kurang baik jika dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan diversifikasi. Seperti dijelaskan sebelumnya bahwa *excess value* merupakan ukuran kelebihan nilai perusahaan yang terdiversifikasi terhadap perusahaan segmen tunggal dengan mengontrol efek industri.

Dan dari keseluruhan sampel sebanyak 64% perusahaan merupakan perusahaan yang berada pada multi segmen. Hal ini menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan di Indonesia banyak yang memiliki lebih dari satu jenis lini usaha.

Analisis Multivariat

Analisis multivariat dengan regresi berganda dilakukan untuk melihat pengaruh diversifikasi terhadap kinerja perusahaan. Analisis yang dilakukan berikut ini membahas hasil dari regresi final.

Evaluasi Model Regresi Final

Dalam melakukan pengujian model penelitian digunakan asumsi nilai taraf nyata $\alpha = 5\%$, kecuali disebutkan nilai lainnya. Berarti tingkat keyakinan yang digunakan penulis adalah 95%.

Evaluasi R^2 dan Adjusted R^2

Karena persamaan ini merupakan regresi dengan variabel jamak, maka yang lebih relevan untuk dievaluasi adalah nilai *Adjusted R Square*. Hasil *treatment* akhir menunjukkan nilai *Adjusted R Square-nya* adalah 0.297741. Nilai tersebut menunjukkan bahwa model ini dapat menjelaskan variasi dalam kinerja perusahaan untuk Q sebesar 29,77%. Variasi dalam dependen variabel dapat dijelaskan oleh independen variabel dalam model ini sebesar 29,77%. Untuk teori keuangan dengan data yang bersifat *cross-sectional* maka nilai ini cukup wajar (Nachrowi & Usman, 2006).

Uji F

Uji F merupakan uji signifikansi koefisien regresi secara bersama-sama (serentak). Statistik F dapat digunakan untuk dalam model regresi jamak untuk menguji artian statistik R^2 . Statistik F memungkinkan kita untuk menguji hipotesis bahwa tidak satupun variabel penjelas dapat menjelaskan variasi Y dari reratanya. Dengan kata lain, hipotesisnya sebagai berikut:

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = 0$$

$$H_1 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 \neq 0$$

Dari hasil output komputer tampak bahwa nilai F statistik adalah 6,088. Sedangkan nilai F kritis atau F tabel adalah $F(5\%, 6, 66) = 2.24$. Oleh karena F hitung $>$ F tabel yaitu $6,088 > 2,24$ sehingga artinya secara bersama-sama (serentak) model signifikan. Atau kita dapat langsung mengetahui apakah H_0 ditolak atau tidak dengan melihat nilai probability F-Stat, yaitu nilainya 0.000041 signifikan, karena lebih kecil $\alpha = 5\%$. Artinya variabel bebas dalam model tersebut diatas secara bersama- sama dapat menjelaskan variasi variabel terikat: EXV dari rata- ratanya, atau secara bersama- sama model signifikan.

Uji t

Uji t merupakan pengujian untuk masing-masing koefisien regresi secara parsial. Dilakukan uji t untuk menguji signifikansi konstanta dari setiap variabel bebas. Untuk melakukan uji t, terlebih dulu ditentukan nilai t kritis atau t label. Dengan $\alpha = 5\%$, dan $df = 73-7-1 = 65$, maka didapatkan nilai t kritis adalah ± 2 . Hasil pengujian t-stat menunjukkan bahwa hanya parameter DUMSEKTOR1 dan DUMSEKTOR2 yang tidak signifikan ($\alpha = 5\%$), sedangkan variabel lainnya signifikan.

Interpretasi Persamaan Regresi

$$EXV = a + b_1DIVERS + b_2SIZE + b_3 TOBINS Q + b_4 DUMSEGMEN + b_5 DUMSEKTOR1 + b_6 DUMSEKTOR2 + \varepsilon$$

Persamaan Regresi Dugaan:

$$EXV = -3,469 -23,914DIVERS + 0,282SIZE + 0,113TOBINS Q -0,534DUMSEGMEN -0,142DUMSEKTOR1 + 0,210DUMSEKTOR2$$

Berikut adalah rincian dari hasil pengujian terhadap hipotesis secara keseluruhan.

Tabel 6 Rincian Hasil Pengujian

| Variables | Prediksi | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Sig. t | Pengujian H_0 |
|--------------|----------------------|---------------------|------------|-------------|--------|-----------------|
| C | (+/-) | -3.468837 | 1.134968 | -3.056331 | 0.0032 | Ho diterima |
| DIVERS | (+/-) | -2.391481 | 1.033262 | -2.314495 | 0.0238 | Ho ditolak |
| SIZE | (+) | 0.282120 | 0.092039 | 3.065222 | 0.0031 | Ho ditolak |
| TOBINSQ | (+) | 0.113668 | 0.025481 | 4.460882 | 0.0000 | Ho ditolak |
| DUMSEGMEN | (+) | -0.534361 | 0.235790 | -2.266260 | 0.0267 | Ho ditolak |
| DUMSEKTOR1 | (+) | -0.142829 | 0.314961 | -0.453481 | 0.6517 | Ho diterima |
| DUMSEKTOR2 | (+) | 0.210325 | 0.269213 | 0.781260 | 0.4374 | Ho diterima |
| N= 73 | <i>R-squared</i> | <i>Prob(F-stat)</i> | | | | |
| | = 0.356262 | = 0.000041 | | | | |
| DW = 2130461 | <i>Adj.R-squared</i> | <i>F-statistic</i> | | | | |
| | = 0.297741 | = 6087701 | | | | |

Interpretasi dari persamaan di atas adalah sebagai berikut. Jika diversifikasi berubah 1%, *excess value* akan menurun sebesar 2391,4% dengan asumsi yang lain tetap (*ceteris paribus*). Jadi antara diversifikasi dengan *excess value* terdapat hubungan negatif dan berpengaruh signifikan. Jika *size* berubah 1%, *excess value* akan naik sebesar 28,2% dengan asumsi yang lain tetap (*ceteris paribus*). Jadi antara *size* dengan *excess value* terdapat hubungan positif dan memiliki pengaruh yang signifikan. Jika *tobinsq* berubah 1%, *excess value* akan naik sebesar 11,4% dengan asumsi yang lain tetap (*ceteris paribus*). Jadi antara *tobinsq* dengan *excess value* terdapat hubungan positif dan memiliki pengaruh yang signifikan.

Dengan adanya segmentasi usaha (nilai Dummy=1), maka terjadi penurunan *excess value* sebesar 53,4% dengan asumsi yang lain tetap (*ceteris paribus*). Jadi segmentasi usaha berpengaruh negatif dan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *excess value*. Dengan adanya sektor manufaktur (nilai Dummy=1), maka terjadi penurunan *excess value* sebesar 14,2% dengan asumsi yang lain tetap (*ceteris paribus*). Jadi sektor manufaktur berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *excess value*. Dengan adanya sektor *real estate & property* (nilai Dummy=1), maka terjadi kenaikan *excess value* sebesar 21% dengan asumsi yang lain tetap (*ceteris paribus*). Jadi segmentasi usaha berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *excess value*.

Analisis Pengujian Multivariat

Dari hasil pengujian terdapat beberapa variabel yang secara statistik signifikan positif terhadap kinerja perusahaan. Variabel *size* mencerminkan ukuran perusahaan dengan koefisien yang positif. Hal ini berarti ukuran perusahaan berpengaruh secara positif terhadap kinerja perusahaan. Demikian pula dengan *tobinsq*, yang mencerminkan peluang pertumbuhan perusahaan yang juga menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan.

Lebih lanjut, ketiga variabel dummy menunjukkan hasil statistik yang berbeda-beda dengan nilai koefisien yang juga berbeda-beda. Pada *dummy* segmen antara perusahaan yang melakukan diversifikasi (*multi-segment*) dan perusahaan yang tidak melakukan diversifikasi (*single-segment*) menunjukkan koefisien yang negatif dan signifikan. Nilai koefisien yang negatif mengindikasikan perusahaan yang melakukan diversifikasi (*multi-segment*) memiliki kinerja yang lebih rendah dibanding perusahaan yang tidak melakukan diversifikasi (*single-segment*). Hasil tersebut sesuai dengan uji beda yang sebelumnya dilakukan untuk melihat perbedaan kinerja antara perusahaan yang melakukan diversifikasi dengan yang tidak dengan hasil yang menunjukkan rata-rata kinerja antara kedua kelompok sampel perusahaan bahwa perusahaan yang melakukan diversifikasi memiliki rata-rata kinerja yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak melakukan diversifikasi.

Sedangkan *dummy* sektor industri keduanya menunjukkan nilai hubungan yang negatif dengan hasil yang tidak signifikan. *Dummy* sektor industri 1 mengindikasikan bahwa perusahaan yang masuk sektor manufaktur memiliki kinerja yang lebih rendah dibandingkan perusahaan sektor *wholesale & retail*. Namun hal yang sebaliknya berlaku untuk variabel *dummy* sektor industri 2, yang menunjukkan kinerja perusahaan sektor *property & real estate* lebih tinggi dibandingkan perusahaan sektor *wholesale & retail*. Namun kedua *dummy* sektor ini menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan.

Dan yang terakhir, untuk hasil pengujian pengaruh dari variabel diversifikasi terhadap kinerja perusahaan menunjukkan kinerja perusahaan yang melakukan diversifikasi lebih rendah dibandingkan perusahaan yang tidak melakukan diversifikasi. Hal ini karena nilai koefisien yang negatif dari variabel diversifikasi. Dan hubungan negatif ini memiliki pengaruh yang signifikan.

SIMPULAN

Tujuan dari penelitian ini untuk melihat pengaruh dari diversifikasi terhadap kinerja perusahaan. Perusahaan yang melakukan diversifikasi didefinisikan sebagai perusahaan yang memiliki dua atau lebih segmen usaha. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data laporan keuangan perusahaan yang terangkum dalam ICMD dan perusahaan tersebut setidaknya terdaftar di Bursa Efek Jakarta dari 2002 sampai dengan 2008.

Untuk mengestimasi hipotesis yang dibangun dalam penelitian ini, digunakan pendekatan uji beda dan regresi OLS. Penggunaan pendekatan ini dimaksudkan untuk menguji perbedaan antara dua sampel yang diamati dan untuk menguji ada tidaknya pengaruh dari variabel dependen terhadap variabel independen yang ada dalam model penelitian.

Hasil pengujian untuk menjawab hipotesis mengenai ada tidaknya pengaruh dari diversifikasi. Pertama-tama dilakukan uji beda untuk melihat rata-rata kinerja antara perusahaan yang melakukan diversifikasi dengan perusahaan yang tidak melakukan. Berdasarkan nilai *excess value*, rata-rata nilai perusahaan yang melakukan diversifikasi lebih rendah daripada perusahaan tunggal. Hal ini berarti strategi diversifikasi perusahaan yang dilakukan oleh mayoritas perusahaan belum memberikan hasil yang optimal terhadap kinerja perusahaan. Bahkan kinerja mereka berada di bawah perusahaan yang melakukan strategi fokus (*specialized firms* atau *single-segment firms*). Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Jensen dan Meckling (1976), Jensen (1986), Stultz (1990), Comment dan Jarrell (1995), Denis *et al*, (1997), Anthony dan Govindarajan (2000), Chen dan Ho (2000), Rajan *et al*, (2000), Hanazaki dan Liu (2003).

Selanjutnya dari hasil regresi penelitian untuk menguji ada tidaknya pengaruh dari diversifikasi terhadap kinerja perusahaan terbukti negatif. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Lang dan Stulz (1994), Berger dan Ofek (1995) dan Comment dan Jarrell (1995) bahwa diversifikasi tidak meningkatkan nilai perusahaan.

Alasan-alasan yang memungkinkan antara lain adalah jika ditinjau dari segi *agency theory*, diversifikasi akan membuat manajer melakukan tindakan *overinvestment* yang berlebihan yang dikarenakan adanya distorsi terhadap alokasi kapital secara internal sehingga menjadi tidak efisien dan mengakibatkan proyek-proyek yang didanai memiliki risiko tinggi.

Selain itu diversifikasi membuat perusahaan menjadi tidak fokus karena memiliki banyak segmen usaha. Tindakan *controlling* maupun *monitoring* sering tidak efisien dan sulit diterapkan secara sempurna karena memakan biaya yang cukup tinggi. Sehingga *goal congruence* yang ditetapkan oleh kantor pusat sering kurang efektif karena manajer divisi mementingkan divisinya sendiri.

DAFTAR PUSTAKA

- Al Najjar, F.K, Riahi-Belkaoui, A. (2001). Empirical Validation Of A General Model Of Growth Opportunities. *Managerial Finance*, Vol no.3. Pp.72-90.
- Anthony, R., and Govindarajan, V. (2000). *Management Control System* (10th edition). US: Irwin McGrawHill.

- Berger, P., and Ofek, V. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics* 37. Pp. 39-65.
- Capar, N., and Kotabe, M. (2003). The Relationship between International Diversification and Performance in Service Firms. *Journal of International Business Studies*, Vol. 34, No. 4 (Jul., 2003). Pp. 345-355.
- Chatterjee, S., and Wernerfelt, B. (1991). The link between resources and type of diversification: Theory and evidence. *Strategic Management Journal* 12. Pp.33-48.
- Chen, S.S., & Ho, K. W. (2000). Corporate diversification, ownership structure, and firm value: The Singapore evidence. *International Review of Financial Analysis*, 9. Pp.315-326.
- Christensen, H .K., and Montgomery, C.A. (1981). Corporate Economic Performance : Diversification Strategy Versus Market Structure. *Strategic Management J.2*. Pp. 327-343.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., Lang, L. H. P. (2001). The Benefit and Cost of internal Markets: Evidence from Asia's Financial Crisis. *Center for Economic Institutions Working Paper Series*, No.2001-15.
- Comment, R., and Jarrell, G. A. (1995). Corporate focus and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 37. Pp.67-87.
- costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3. Pp.305-60.
- Harto, P. (2005). Kebijakan diversifikasi perusahaan dan pengaruhnya Terhadap kinerja: studi empiris pada Perusahaan publik di indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi VIII*. IAI
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2001). *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76. Pp.323– 329.
- Jensen, M., and Meckling, W. (1976). The theory of the firm: Managerial behavior, agency
- Lang, Larry, and Stulz, R. M. (1994). Tobin's q, corporate diversification and firm performance. *Journal of Political Economy* 102. Pp. 1248-1280.
- Lins, K., and Servaes, H. (1999). International evidence on the value of corporate diversification. *Journal of Finance* 54. Pp. 2215-2239.
- Lins, K., and Servaes, H. (2002). Is corporate diversification beneficial in emerging markets. *Financial Management* 31. Pp. 1-22.
- Montgomery, C. A., and Wernerfelt. (1988). Diversification, Ricardian rents and Tobin's q, *Rand Journal of Economics*. Pp. 623-632.
- Montgomery, C.A. (1994). Corporate Diversification. *Journal of Economic Perspective*. Vol.8, No.3. Pp. 162-178.
- Rajan, R., H. Servaes, and L. Zingales. 1999. The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment, *Journal of Finance*, 55. Pp. 35-79.

- Rumelt, R. P. (1982). *Strategy, Structure and Economic Performance*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1974. , "Diversification Strategy and Profitability," *Strategic Management J.*, 3. Pp. 359-369.
- Schumpeter, J. A. (1952). *Aufsätze Zur Ökonomischen Theorie*, edited by E. Schneider and A. Spiethoff, Tübingen: J.C.B. Mohr.
- Servaes, H. (1996.) The value of diversification during the conglomerate merger wave. *Journal of Finance*. Pp. 1201-1225.
- Stultz. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26. Pp.3-27.
- Syakhroza, A. (2003). Political Games of Government Enterprises in Indonesia: A Qualitative Approach. *Usahawan* no. 5, tahun XXXII, Mei