

EKSPLOITASI SINERGI DIVERSIFIKASI

Sulastri

Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya Palembang

ABSTRACT

The motivation of a company to choose business diversification is amongst others are: (1) to gain synergy advantage from the use of sharing assets that have the implication on joint cost and cost advantage. (2) to gain synergy advantage from risk sharing through developing product substitution for the purpose of risk overcoming from declining product cycle. (3) to gain synergy advantage from fund sharing which implicates fund transfer from one business unit to another. The exploitation of diversification of synergy done through many ways in the end are expected to produce performance. However, some studies found that companies that had diversified did not create value, specifically for companies that choose unrelated diversification strategies. This study focus on the determinants of the exploitation of the diversification of synergy: do companies diversify both related business or unrelated business to gain operational or financial synergy advantage which in the end will improve performance.

The analysis done through even study data (at the time diversification) from 1990 to 2002 with a sample at 110 companies. Data analysis techniques use structural equation model using AMOS Version 4.1. In empirical test, samples are specified into 4 (four) groups which are : 1) full sample; samples are analyzed overall without distinguishing diversification strategic choice group and samples that are grouped based other characteristics diversification strategic choices that are : 1) dominant business, 2) related business, and 3) unrelated business. Based on the structural equation procedure in multivariate analysis, some assumption are tested : univariate outliers, multivariate outliers, normality and multicollinearity. Then, the test results of the data based on multivariate analysis assumption of structural equation are presented.

This study proves that diversification with financial synergy exploitation could be done through related or unrelated business. Financial synergy exploitation could use internal fund (free cash flow), external fund (debts) on the combination. However, the use of external fund reduces performance compared to the use of internal fund. The decreasing value occurs more on

unrelated business compared to the related business. On the other hand operational synergy exploitation occurs on related and dominant business but do not create value. The sources of non value creation on related business are caused by the inefficiency of internal transaction and over investment. The sources of non value creation on dominant business are the inefficiency in the uses of assets and overinvestment.

Key words: *Financial Synergy, Operating Synergy, diversification, related business, unrelated business, dominant business.*

LATAR BELAKANG MASALAH

Diversifikasi adalah pengembangan bisnis baru dari produk atau pasar yang ada sekarang dengan mengeluarkan sejumlah investasi baru Hitt & Hokisson (2001). Sejumlah peneliti menunjukkan motivasi perusahaan untuk melakukan diversifikasi dipengaruhi oleh beberapa faktor antara lain (1) untuk mendapatkan manfaat sinergi dari penggunaan aset bersama (*assets sharing*), yang berimplikasi pada *join cost* untuk mendapatkan *cost advantage* (keunggulan biaya). (2) untuk mendapatkan manfaat sinergi dari pengurangan risiko (*risk sharing*) melalui pengembangan produk-produk substitusi untuk tujuan mengatasi risiko dari suatu siklus produk yang menurun. (3) untuk mendapatkan manfaat sinergi dari adanya *fund sharing* yang berimplikasi pada adanya transfer dana dari unit bisnis ke unit bisnis lainnya. Oleh karena itu pilihan terhadap berbagai jenis strategi diversifikasi selalu dikaitkan dengan motivasi perusahaan misalnya untuk tujuan *risk sharing* perusahaan dapat memilih *unrelated diversification*, sementara untuk tujuan *asset sharing* perusahaan *related diversification*, atau untuk tujuan *sharing fund* perusahaan dapat memilih *related* maupun *unrelated diversification*.

Namun dilain sisi beberapa penelitian masih menemukan secara empirik bahwa diversifikasi tidak menciptakan nilai, seperti Shleifer dan Vishny (1991), Markides (1992) menunjukkan perusahaan yang telah melakukan diversifikasi menemukan kegagalan dan akhirnya melakukan divestasi pada beberapa lini bisnis. Temuan Shleifer didukung oleh peneliti lainnya, seperti Lang dan Stulz (1994), Berger dan Ofek (1996), Sarvaes (1996) menemukan kejadian yang sama diversifikasi mengurangi nilai perusahaan. Sementara peneliti lainnya seperti, Bettis (1981), Lang dan Stulz (1994), Berger dan Ofek (1995), Robins dan Wiserna (1995) menunjukkan bahwa, *related diversification* kinerjanya lebih baik dibandingkan dengan *unrelated diversification*. Keats dan Hitt (1988), Palich, Miller dan Cardinal (2000) menunjukkan bahwa, hubungan diversifikasi dengan kinerja merupakan kurva non linier, yang menjelaskan semakin tinggi derajat diversifikasi kinerja akan semakin menurun. Namun, penelitian Hitt dan Hokisson (1990) menunjukkan tidak ada perbedaan kinerja *related* dan *unrelated diversification* setelah dikontrol dengan lingkungan industri. Peneliti lainnya, Merino (1997) menunjukkan bahwa, potensi ekonomis yang dihasilkan dari *related* atau *unrelated diversification* berbeda, karena sasaran yang berbeda. Pendapat yang sama dikemukakan Barney (2002) bahwa, *related diversification* lebih menekankan pada tujuan untuk mengeksploitasi sinergi operasional diantara unit bisnis, sedangkan *unrelated*

diversification untuk mengeksploitasi sinergi finansial. Selanjutnya beberapa peneliti seperti Villalonga (2004), Eisenmann, Thomas R (2002), Campa dan Kedia (2002), Lamont dan Polk (2001), Hadlock (2001), Whited (2001) dan Stein (2001) telah menguji manfaat ekonomis diversifikasi secara finansial, antara lain efisiensi investasi, pajak, *free cash flow*, dan risiko. Berdasarkan beberapa kajian literatur sebelumnya masih terdapat ketidakjelasan potensi ekonomis dari pilihan strategi diversifikasi dalam menciptakan nilai. Oleh karena itu perlu dilakukan penelitian empirik untuk memperjelas bagaimana hubungan pilihan strategi diversifikasi dengan potensi eksploitasi sinergi dalam menciptakan nilai perusahaan. Studi ini berbeda dengan penelitian terdahulu, karena studi ini melakukan pengujian dengan menggunakan model persamaan struktural. Tujuan penelitian ini adalah untuk lebih menjelaskan bagaimana potensi diversifikasi baik *related* maupun *unrelated business* dalam menciptakan nilai melalui eksploitasi sinergi operasi dan finansial.

II. Kajian literatur

Dalam istilah ekonomis dan literatur strategi, sinergi didefinisikan sebagai "*potential cost saving arising from economies of scale or scope than can be exploited*" (Besanko, Dranove, dan Shanley 2000). Secara sama Goold dan Campbell (1998) mendefinisikan sinergi sebagai "*the ability of two or more units or companies to generate greater value working together than they could working a part*". Sedangkan Martin dan Eisenhardt (2002) dengan kajian beberapa literatur menyimpulkan "*cross-business synergy are the value that is created and capture, over time, by the sum of businesses together relative to what it would be separately*".

Secara konseptual diversifikasi dapat menciptakan nilai apakah melalui eksploitasi *operating synergy* atau *financial synergy*. Barney (2002)

menunjukkan, perusahaan melakukan *related business* dengan tujuan *economies of scope* melalui pemanfaatan sinergi untuk mendapatkan *cost advantage* dan *distinctive advantage*. Sedangkan, *unrelated* lebih berorientasi pada perbalkan posisi finansial dan peningkatan *market share*, sehingga

Barney (2002) menegaskan diversifikasi dapat memberikan *competitive advantage*.

Operating synergy dapat dilakukan melalui *sharing activities* dan transfer kompetensi. *Sharing activities* dapat berupa penggunaan aset bersama, seperti penggunaan fasilitas pabrik, saluran distribusi, tenaga manajerial, reputasi dan sejenisnya. Penggunaan aset bersama akan menciptakan biaya bersama (*joint cost*). Selain itu manfaat lain adalah dengan adanya penggunaan aset bersama berpotensi untuk menciptakan *asymmetri information* diantara pesaing (Barney 2002, Nayyar 1990). Sedangkan transfer kompetensi dapat dilakukan melalui aset komplementer sehingga menghasilkan *unique synergy*. Clarkson (1983) juga menjelaskan, penggunaan aset bersama dapat menciptakan *free rider*, sehingga perusahaan mendapatkan *cost advantage* melalui *joint cost* pada gilirannya akan meningkatkan kinerja.

Beberapa peneliti menunjukkan adanya hubungannya pemanfaatan kapabilitas dengan terjadinya *diseconomies of scope*, seperti yang dikemukakan Hitt (2001), bahwa beberapa aktivitas akuisisi dan diversifikasi yang berlebihan akhirnya cenderung kearah restrukturisasi. Hal yang sama dinyatakan oleh (Gimeno 1999, Matsusaka 2001) bahwa, perusahaan yang melakukan diversifikasi dengan motivasi pemanfaatan kapabilitas (*sharing of activities*) atau transfer *core competences* dapat menimbulkan masalah distorsi informasi yang ditimbulkan dari masalah koordinasi. Demikian juga Nayyar (1993), Berger dan Ofek (1995), Hyland dan Dilzt (2002) menyatakan hal yang sama, diversifikasi dapat menimbulkan masalah *asymmetric information*.

Financial synergy merupakan penghematan yang dapat dilakukan melalui pemanfaatan finansial, misalnya dengan pemanfaatan pajak; *free cash flow (internal capital)*; atau hutang (*eksternal capital*). *Financial synergy* dapat dieksploitasi melalui *related* atau *unrelated diversification* (Barney 2002). Perusahaan melakukan diversifikasi adalah dengan memindahkan perhatian dari keterkaitan operasional diantara unit bisnis menjadi keterkaitan finansial untuk mendapatkan manfaat diversifikasi (Barney, 2002). Manfaat finansial dari strategi diversifikasi antara lain:

alokasi modal (*capital allocation*), pengurangan risiko (*risk reduction*) dan manfaat pajak (*tax advantage*) (Barney 2002, Sarvaes 1996, Jensen 1986). Namun akhir-akhir ini, beberapa penelitian (Villalonga 2004, Campa dan Kedia 2002, Lemon & Wolf 2002, Hyland & Ditz 2000) masih memperdebatkan manfaat diversifikasi terhadap potensi sinergi finansial ditinjau dari "*corporate finance*".

Beberapa peneliti (Roberts 1990, Stein 1997 dan Scharfstein dan Stein 2000) menjelaskan sumber tidak menciptakan nilai diversifikasi adalah ketidakefisienan *internal capital market*. Lain halnya dengan studi yang dilakukan oleh Lamont 1997, Shin dan Stulz 1998, Shin dan Park 1998 dan Rajan dan Sarvaes 2000) semuanya menemukan *internal capital market* pada konglomerasi dalam hal transfer dana diantara divisi merupakan kondisi yang optimal. Selanjutnya Whited (2001) membuktikan tidak ada kejadian yang menunjukkan konglomerasi tidak efisien dalam alokasi investasi yang menyebabkan pengurangan nilai diversifikasi.

Lain halnya dengan pendapat beberapa peneliti "*corporate finance*", misalnya Lamont (1997) menganalisis perilaku investasi dilakukan pada saat harga sedang turun, sebagai implikasi diversifikasi digunakan untuk mengurangi risiko. Sedangkan Lee dan Cooperman (1989) menyatakan konglomerasi tidak meningkatkan kapasitas hutang, pendapat tersebut bertentangan dengan pendapat Sarvaes (1996) dan Capron (1997). Demikian juga halnya dengan pendapat Villalonga (2004) yang menunjukkan diversifikasi tidak menurunkan nilai yang disebabkan faktor-faktor finansial.

Potensi ekonomis penggunaan dana internal maupun eksternal tergantung pada tingkat efisiensi yang dihasilkan, atau *trade off* antara *cost* dan *benefit* sebagai *excess value*. Asumsi perusahaan membuat keputusan optimalisasi melalui diversifikasi karena adanya biaya transaksi internal yang lebih rendah, namun terjadinya inefisiensi dalam transaksi biaya internal menyebabkan diversifikasi tidak menciptakan nilai. Demikian juga untuk penggunaan dana eksternal, motivasi perusahaan melakukan diversifikasi dengan meningkatkan kapasitas hutang, dapat memotivasi manajerial untuk meningkatkan kinerja, namun kurangnya mekanisme pengendalian terhadap agen

dapat menyebabkan *bankruptcy cost* sehingga diversifikasi tidak menciptakan nilai. Oleh karena itu, untuk memastikan terealisirnya potensi ekonomis finansial diperlukan pengendalian yang ketat.

Hubungan antara pilihan strategi diversifikasi dengan eksploitasi operating dan financial synergy masih perlu dijelaskan dalam suatu studi empirik dengan mengambil sampel perusahaan go publik di Indonesia dengan mengembangkan beberapa hipotesis dari suatu alur pikir konseptual.

Sebagaimana telah dijelaskan di atas bahwa motivasi perusahaan melakukan diversifikasi untuk eksploitasi sinergi operasi dan sinergi finansial. Sinergi operasi dapat dieksploitasi dari penggunaan aset bersama yang merupakan aset-aset strategik perusahaan. Beberapa peneliti sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya menunjukkan bahwa diantara aset strategik perusahaan adalah reputasi, pengalaman dan finansial (*free cash flow*).

Reputasi dan pengalaman sebagai aset strategik yang berpengaruh terhadap pilihan strategi diversifikasi. Demikian juga telah dijelaskan adanya hubungan positif antara reputasi dengan *market value* sebagai implikasi reputasi sebagai sumber penciptaan nilai. Lindstrom (2004) menyatakan, *good firm performance* cenderung melakukan *related diversification*. Hal ini sebagai implikasi perusahaan *related* mengeksploitasi sinergi dari reputasi perusahaan. Namun, Cabral (2003) menyatakan reputasi yang sangat baik cenderung untuk mengembangkan *core business* dalam pasar yang tidak sempurna. Pendapat Cabral (2003) menunjukkan eksploitasi reputasi pada *related business* dapat menciptakan nilai pada kondisi tingkat kompetitif rendah.

Beberapa peneliti seperti, Fombrun dan Stanley (1990), Selnes (1993), Lopez (1993), Vergin (1998), Patrick dan Quinn (2001), Hamori, (2003) menunjukkan, penekanan perhatian terhadap reputasi lebih didominasi oleh reputasi finansial. dibandingkan reputasi lainnya (*brand*, perilaku etik, produk). Posisi finansial perusahaan yang tinggi dibandingkan dengan kompetitor dalam suatu industri menunjukkan tingginya reputasi perusahaan. Reputasi perusahaan akan memberi sinyal positif bagi investor yang pada gilirannya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Eksplorasi potensi reputasi sebagai alasan perusahaan untuk melakukan diversifikasi ada, jika terdapat pengaruh reputasi terhadap *free cash flow* dan terdapat pengaruh *free cash flow* terhadap investasi. Dalam hal ini diasumsikan bahwa *free cash flow* digunakan untuk investasi pada saat perusahaan melakukan diversifikasi, karena keputusan perusahaan untuk melakukan investasi ditentukan oleh tersedianya sejumlah dana (misalnya *free cash flow*). Pilihan diversifikasi apakah *dominant*, *related* atau *unrelated business* akan melibatkan sejumlah investasi. Untuk mengukur sejumlah investasi yang dilakukan perusahaan dapat dilihat dari besarnya *replacement cost* pada tahun tersebut. Lewellen dan Badrinath (1997) menunjukkan *replacement cost* dapat dijadikan *proxy* perusahaan untuk mengukur sejumlah investasi yang ditanamkan pada tahun dimana perusahaan melakukan diversifikasi. Sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya, manfaat ekonomis finansial menghasilkan sinergi jika memberi *cost advantage*. Eksplorasi sinergi baik *related*, maupun *unrelated business* secara empirik akan diuji secara struktural dengan melihat hubungan kapabilitas perusahaan dan sumber dana dalam mempengaruhi investasi pada saat perusahaan melakukan diversifikasi, dan dampaknya terhadap kinerja. Eksplorasi sinergi ada, jika sejumlah investasi pada masing-masing pilihan strategi diversifikasi berpengaruh signifikan terhadap kinerja maupun akumulasi aset pada tahun berikutnya. Oleh karena itu dalam penelitian ini diajukan hipotesis :

Hipotesis : 1

Eksplorasi potensi ekonomis diversifikasi dapat diperoleh dari sharing activities reputasi. Eksplorasi sinergi melalui sharing activities reputasi ada, jika terdapat pengaruh reputasi terhadap free cash flow (H1a) yang digunakan untuk investasi diversifikasi. Sharing activities reputasi pada dominant atau related business lebih menciptakan nilai dibandingkan dengan unrelated business.

Pengalaman perusahaan merupakan aset strategik sebagai kompetensi perusahaan. Prahalad dan Hamel (1990) menyatakan, kompetensi sebagai sumber *sustainable competitive advantage* dapat dibentuk dari

kemampuan manajemen untuk mengkonsolidasikan teknologi perusahaan yang luas dan keahlian produksi kedalam kompetensi yang memberi kekuatan terhadap bisnis individual untuk beradaptasi dengan perubahan peluang. Barney (2002) menunjukkan, eksplorasi sinergi *related* maupun *unrelated business* dapat diperoleh dari adanya *sharing activities* dan transfer kompetensi. Transfer kompetensi dapat menghasilkan *complementary asset*, sehingga memungkinkan untuk menghasilkan *unique synergy* dan sebagai sumber *distinctive advantage*.

Osterloff (2003) juga berpendapat, keahlian dan pengetahuan sumber daya manusia yang dimiliki perusahaan sebagai sumber keunggulan yang akan membawa pada *competitive advantage*. Namun, Teece (1997) menyatakan untuk merespon lingkungan diperlukan kapabilitas dinamik untuk memperbaharui kompetensi agar selalu menyesuaikan dengan perubahan lingkungan bisnis. Beberapa peneliti sebelumnya (Polo, Datta, Depak dan Rajagopalan 1998) menunjukkan, perusahaan yang melakukan *unrelated diversification* memerlukan kompetensi manajerial yang memadai, karena akan berhadapan dengan kondisi *multi market* sehingga keberhasilan strategi *unrelated diversification* adalah perusahaan dengan karakteristik pengalaman yang panjang untuk mendukung tercapainya kinerja.

Dari paparan di atas dapat disimpulkan, diversifikasi dapat menjadi sumber keunggulan kompetitif dari adanya transfer kompetensi untuk menghasilkan *unique synergy* (Barney 2002). Pengalaman merupakan aset strategik yang memiliki potensi untuk dilakukannya transfer kompetensi. Eksplorasi potensi ekonomis terjadi, jika potensi transfer kompetensi menghasilkan peningkatan *free cash flow* dan dapat digunakan untuk investasi yang pada gilirannya akan meningkatkan kinerja perusahaan; Oleh karena itu hipotesis yang diajukan adalah:

Hipotesis : 2

Eksplorasi potensi ekonomis diversifikasi dapat diperoleh dari transfer kompetensi pengalaman. Pengalaman dapat mempengaruhi free cash flow secara langsung maupun melalui reputasi. Eksplorasi sinergi

melalui transfer pengalaman ada, jika terdapat pengaruh pengalaman terhadap reputasi (H2a) dan free cash flow (H2b) yang digunakan untuk investasi diversifikasi. Transfer kompetensi melalui pengalaman pada dominant atau related business lebih menciptakan nilai dibandingkan unrelated business.

Financial synergy merupakan penghematan yang dapat dilakukan melalui pemanfaatan finansial, misalnya dengan pemanfaatan pajak; *free cash flow (internal capital)*; atau hutang (*eksternal capital*). *Financial synergy* dapat dieksploitasi melalui *related* atau *unrelated diversification* (Barney 2002).

Beberapa peneliti sebelumnya telah menunjukkan, perusahaan yang melakukan diversifikasi dapat memanfaatkan hutang sebagai sumber dana, atau *free cash flow* untuk menghindari terjadinya inefisiensi pada *external market* (Palich, Cardinal dan Miller 2000). Beberapa peneliti juga sependapat *unrelated diversification* cenderung untuk memperoleh manfaat finansial (*financial gain*), sedangkan *related diversification* memanfaatkan sinergi dari alokasi sumber daya dan aktifitas operasi perusahaan. Oleh karena itu, adanya pengaruh positif antara hutang dan sejumlah investasi yang dilakukan pada saat perusahaan memutuskan untuk melakukan diversifikasi sebagai indikasi perusahaan akan mengeksploitasi sinergi dari *external capital market*, sedangkan adanya hubungan negatif *free cash flow* dengan sejumlah investasi menunjukkan penggunaan dana dari *internal market*. Rumelt (1974) dan Jensen (1986) menyatakan, besarnya *free cash flow* berpengaruh terhadap *unrelated diversification*. Namun, dalam *transaction cost economic theory* menjelaskan *related diversification* cenderung menggunakan dan internal dibandingkan eksternal. Untuk memperjelas potensi penggunaan dana eksternal maupun internal pada pilihan strategi diversifikasi maka diajukan hipotesis :

Hipotesis 3

Investasi diversifikasi dapat menggunakan dana internal dan atau eksternal. Eksploitasi potensi dana eksternal ada jika pengaruh leverage lebih besar terhadap investasi

(*replacement cost*) (H3a) dibandingkan pengaruh leverage terhadap *free cash flow* (H3 b). Eksploitasi modal internal ada jika pengaruh *free cash flow* terhadap investasi lebih besar dibandingkan pengaruh leverage terhadap investasi (H3c). Pilihan strategi *unrelated business* lebih dominan menggunakan sumber dana eksternal, sebaliknya *dominant* atau *related business* menggunakan dana internal.

Beberapa peneliti sebelumnya telah menunjukkan, sumber tidak menciptakan nilai dari aktifitas diversifikasi disebabkan dari adanya inefisiensi penggunaan modal internal (Hokisson dan Hitt 1990), sementara beberapa peneliti lainnya menunjukkan diperlukan pertimbangan *trade-off* antara *cost of capital* pada modal internal dan eksternal. *Cost of capital* dalam penggunaan dana internal adalah sebagai refleksi adanya biaya-biaya yang timbul karena mekanisme pengendalian, risiko dan masalah kepentingan manajerial lainnya.

Sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya, motivasi perusahaan melakukan diversifikasi adalah dengan memindahkan perhatian dari keterkaitan operasional diantara unit bisnis menjadi keterkaitan finansial (Barney 2002) dengan tujuan alokasi modal (*capital allocation*) untuk pengurangan risiko (*risk reduction*) dan memperoleh manfaat pajak (*tax advantage*), (Barney 2002, Sarvaes 1996, Jensen 1986). Namun, potensi manfaat finansial dalam diversifikasi masih diperdebatkan dalam *corporate finance* (Villalonga 2004, Campa dan Kedia 2002, Lemon & Wolf 2002, Hyland & Dilz 2000).

Strategi diversifikasi yang dilakukan oleh perusahaan untuk tujuan ekonomis pada aspek finansial dapat dilakukan dengan penghematan biaya melalui peningkatan alokasi sumber daya yang didasarkan pada investasi di dalam dan di luar perusahaan. Pada umumnya, pemanfaatan *internal capital market* adalah untuk tujuan keseimbangan kas, oleh karena itu alokasi modal internal diantara unit bisnis dapat mengurangi risiko. Namun alokasi modal internal dengan internalisasi biaya transaksi sebagai *cost of capital* masih menimbulkan masalah, terutama dalam pengukuran kinerja unit bisnis.

Beberapa peneliti (Roberts 1990 ; Stein 1997 dan Scharfstein dan Stein 2000) menjelaskan sumber tidak menciptakan nilai disebabkan adanya ketidak efisienan *internal capital market*. Lain hal nya dengan studi yang dilakukan oleh Lamont 1997, Shin dan Stulz 1998, Shin dan Park 1998 dan Rajan dan Serves 2000) semuanya menemukan bahwa, *internal capital market* pada konglomerasi dalam hal transfer dana diantara divisi merupakan kondisi yang sub optimal. Selanjutnya Whited (2001) membuktikan, tidak menemukan konglomerasi tidak efisien dalam alokasi investasi yang menyebabkan pengurangan nilai diversifikasi.

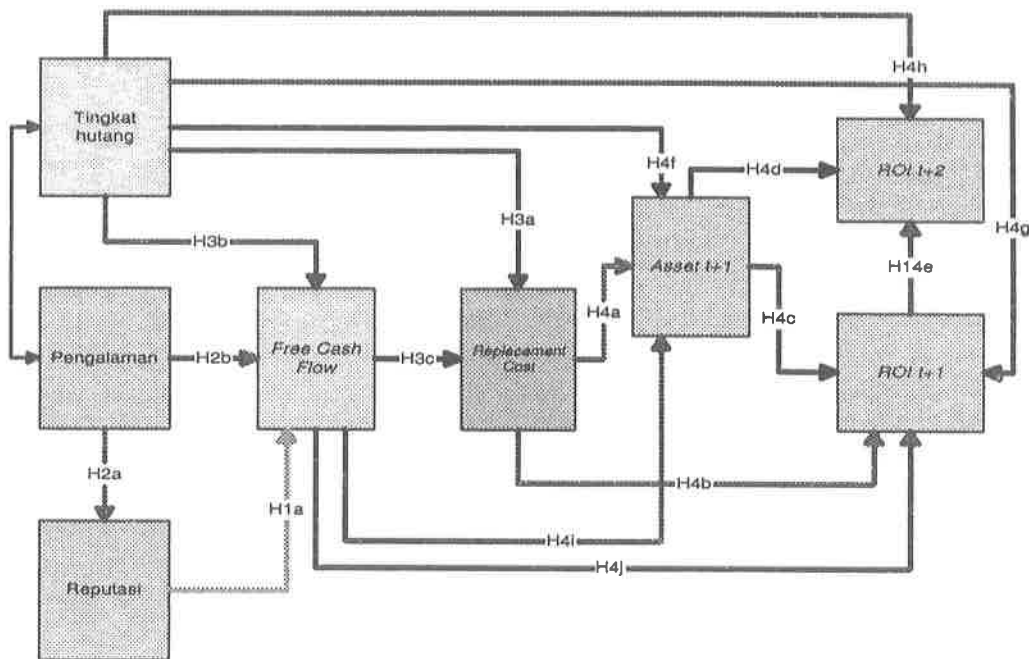
Dalam penelitian ini akan menjelaskan bagaimana eksploitasi potensi ekonomis dari penggunaan dana internal maupun eksternal dan bagaimana pengaruhnya terhadap penciptaan nilai, oleh karena itu hipotesis yang diajukan adalah:

Hipotesis 4

Penggunaan modal eksternal menciptakan nilai, jika terdapat pengaruh replacement cost terhadap aset (H4a) dan kinerja berikutnya (H4b, H4c, H4d dan H4e) lebih besar dibandingkan dengan pengaruh leverage terhadap aset (H4f) dan kinerja berikutnya (H4g, H4h) dan sebaliknya. Penggunaan modal internal menciptakan nilai, jika terdapat pengaruh replacement cost terhadap aset dan kinerja berikutnya lebih besar dibandingkan dengan pengaruh free cash flow terhadap aset (H4i) dan kinerja berikutnya (H4j).

Hipotesis yang diajukan pada di atas secara keseluruhan disajikan dalam Model Penelitian Empirik dalam bentuk persamaan struktural, pada gambar : 1.

GAMBAR : 1
 MODEL PENELITIAN EMPIRIK EKSPLOITASI SINERGI DIVERSIFIKASI
 BERDASARKAN JENIS DIVERSIFIKASI
 (DOMINANT, RELATED DAN UNRELATED DIVERSIFICATION)



III. Metode Penelitian

Rancangan penelitian ini bersifat penelitian kausalitas yang dibangun dengan pendekatan hipotesis-deduktif. Analisis dilakukan terhadap data *event study* (pada saat dilakukan diversifikasi) sejak tahun 1990 sampai dengan 2002. Sampel perusahaan go publik pada sektor manufaktur dengan data *event study* pada saat perusahaan melakukan diversifikasi, dari tahun 1990 sampai dengan 2002. Teknik Analisis Data menggunakan model persamaan struktural yang dioperasikan dengan AMOS versi 4.1. Model struktural dapat dituliskan sebagai berikut :

$$Reputation = \mu_0 + \mu_1 Experience + e \quad (1)$$

Persamaan (1) menjelaskan adanya pengaruh pengalaman terhadap reputasi, yang menunjukkan semakin tinggi pengalaman, reputasi perusahaan semakin baik.

$$FreeCashFlow = \alpha_0 + \alpha_1 Reputation + \alpha_2 Experience + \alpha_3 Leverage + e \quad (2)$$

Pada persamaan (2) menjelaskan reputasi, pengalaman dan hutang dapat secara langsung (*direct effect*) mempengaruhi *free cash flow* dan pengalaman dapat secara tidak langsung mempengaruhi *free cash flow*, akan tetapi melalui reputasi (*indirect effect*, persamaan 3).

$$ReplacementValue = \beta_0 + \beta_1 FreeCashFlow + \beta_2 Leverage + e. \quad (3)$$

Persamaan (3) menjelaskan besarnya jumlah investasi (*replacement value*) pada saat perusahaan melakukan aktifitas diversifikasi, dipengaruhi oleh besarnya *free cash flow* dan *Leverage* (sebagai *direct effect*). Sedangkan *free cash flow* dan *leverage* juga akan berpengaruh secara langsung terhadap akumulasi aset pada tahun berikutnya serta investasi yang ditanamkan pada tahun sebelumnya (persamaan 4). Oleh karena itu *replacement cost* sebagai variabel endogen dapat secara langsung dan juga secara tidak langsung mempengaruhi akumulasi aset melalui *leverage* dan *free cash flow* (*indirect effect*)

$$Asset_{t+1} = \delta_0 + \delta_1 ReplacementValue_{t0} + \delta_2 Leverage_{t-1} + \delta_3 FreeCashFlow_{t-1} + e \quad (4)$$

Hubungan antara leverage, akumulasi aset dan *free cash flow* dalam menciptakan kinerja selanjutnya ditunjukkan pada persamaan (5) dan kinerja berikutnya

sebagai *proxy* untuk mengukur kinerja yang berkelanjutan ditunjukkan pada persamaan (6).

$$ROI_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 Leverage + \gamma_2 Asset_{t+1} + \gamma_3 FreeCashFlow_{t-1} + e \quad (5)$$

$$ROI_{t+2} = \gamma_0 + \gamma_1 Leverage + \gamma_2 Asset_{t+1} + ROI_{t+1} + e \quad (6)$$

Secara keseluruhan persamaan (1) sampai dengan persamaan (6) merumuskan suatu persamaan struktural yang akan dioperasikan dengan *structural equation modeling* yang menggunakan program Amos versi 4.1. untuk mengukur apakah terjadi eksploitasi *operating synergy* dan *financial synergy* sebagai sumber penciptaan kinerja. Eksploitasi sinergi operasional ada, jika terdapat pengaruh positif secara simultan mulai dari pengaruh reputasi dan *experience* terhadap kinerja secara berkelanjutan. Eksploitasi sinergi finansial ada, jika terdapat pengaruh positif secara simultan dari pengaruh *free cash flow* dan *leverage* terhadap kinerja secara berkelanjutan.

IV. Analisis Data dan Pembahasan

Dalam pengujian empirik sampel dispesifikasikan menjadi 4 (empat) kelompok antara lain: 1) *Full Sampel* dimana sampel dianalisis secara keseluruhan tanpa membedakan kelompok pilihan strategi diversifikasi, dan sampel yang dikelompokkan berdasarkan karakteristik pilihan strategi diversifikasi diantaranya: 1) *Dominant Business*; 2) *Related Business* dan 3) *Unrelated Business*. Pengujian dilakukan melalui model persamaan struktural menggunakan software Amos 4.1. Sesuai dengan prosedur persamaan struktural dalam analisis multivariat, diuji beberapa asumsi diantaranya *univariat outlier*; *multivariat outlier*; normalitas, serta *multicollinier*. Selanjutnya akan ditunjukkan hasil pengujian data sesuai dengan asumsi analisis multivariat dalam persamaan struktural. Pada dasarnya pengujian data *outlier* dan normalitas merupakan proses pengujian yang simultan dan dilakukan secara terstruktur dan berulang (Hair et al : 1995).

Pengujian data dilakukan pada setiap variabel penelitian, untuk mendeteksi adanya *outlier* dapat dilakukan dengan *univariat* dan *multivariat outlier*. Kriteria *univariat outlier* dilakukan dengan

membandingkan nilai-nilai *standardize Z_Score* dengan nilai *critical value* = ± 3 . Selanjutnya, diputuskan untuk mengeluarkan data *outlier*, dengan alasan data-data tersebut terlalu ekstrem umumnya, terjadi pada saat perusahaan melakukan diversifikasi diantara tahun 1997 dan 1998. Pada saat itu, terjadi krisis moneter dimana perusahaan yang dominasi melakukan transaksi dengan valuta asing cukup signifikan berpengaruh terhadap nilai-nilai observasi dalam penelitian ini. Deteksi *multivariate outlier* diperlukan dalam analisis multivariat. Metode *Mahalanobis Distance* digunakan untuk melihat seberapa besar jarak nilai-nilai setiap observasi dari rata-rata keseluruhan variabel (Hair et al 1995, Tabachnick & Fidell 1996). Kriteria untuk *multivariate outlier* dilakukan dengan membandingkan nilai χ^2 pada *degree of freedom* terhadap sejumlah parameter yang diestimasi baik untuk variabel endogen maupun eksogen. Nilai *critical value Mahalanobis Distance* untuk setiap kasus dinyatakan sebagai *multivariate outlier*, jika nilai tersebut lebih besar dari $(44, 0.05) = 29.77$. Uji *multivariate outlier* dari setiap observasi menunjukkan tidak terdapat *multivariate outlier*.

Selanjutnya Pengujian normalitas data dilakukan untuk memberikan generalisasi hasil yang lebih baik (Tabachnick & Fidell 1996). Uji normalitas univariat dan normalitas multivariat dilakukan pada masing-masing kelompok sampel. Beberapa sampel yang digunakan dilakukan transformasi data ke bentuk logaritma (Tabachnick & Fidell 1996, Hair et al 1995). Kriteria yang digunakan untuk menguji normalitas baik *univariat* maupun *multivariate* adalah dengan *critical value* $\pm 2,58$ (Tabachnick & Fidell 1996, Hair et al 1995, Ghozali 2004). Data yang memiliki nilai lebih dari $\pm 2,58$, diputuskan untuk dikeluarkan dari sampel. Sampel yang digunakan untuk analisis adalah sampel

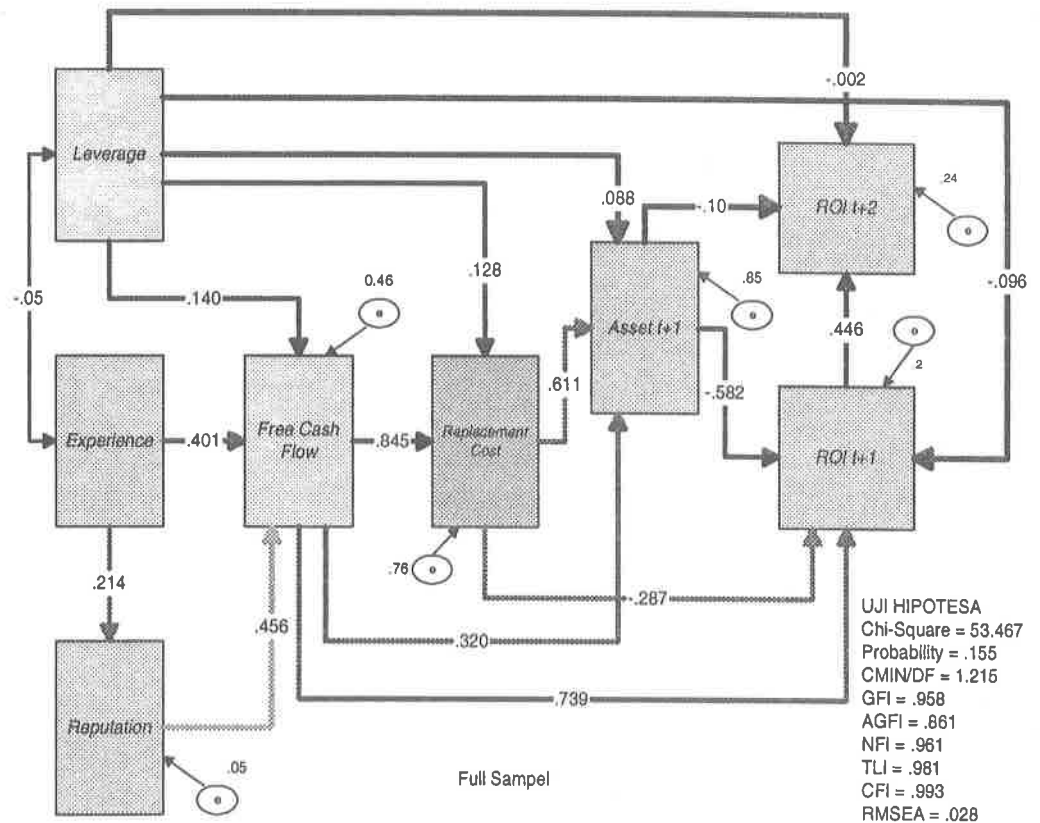
yang telah memenuhi asumsi normalitas untuk setiap variabel baik normalitas univariat maupun normalitas multivariat.

Uji kesesuaian model dilakukan dengan menggunakan *Maximum Likelihood Estimation (ML)* yang dioperasikan dengan program AMOS. Uji kesesuaian model dilakukan untuk menilai kelayakan model struktural dengan asumsinya. Secara keseluruhan kriteria yang digunakan untuk mengukur kesesuaian input observasi (matrik kovarian atau korelasi) dengan prediksi dari model yang diajukan dapat dilakukan dengan kriteria *goodness-of fit*. Hair (1995) menjelaskan ada tiga jenis ukuran *goodness-of fit* yaitu: (1) *absolut fit measure*; (2) *incremental fit measures* dan (3) *parsimonious fit measure*.

Pengujian empirik dilakukan dengan mengklasifikasikan 4 (empat) model spesifikasi yang dikelompokkan menjadi kelompok (1) *full sample* yaitu seluruh perusahaan tanpa membedakan kelompok diversifikasi, (2) klasifikasi *dominant business* yaitu spesifikasi model perusahaan yang memilih strategi *dominant business*, (3) *related business* yaitu spesifikasi model perusahaan yang memilih *related business* dan (4) *unrelated business* yaitu spesifikasi perusahaan yang memilih *unrelated business*.

Dari hasil pengujian 4 (empat) kelompok model spesifikasi (terlampir) diperoleh hasil estimasi sebagai persamaan struktural yang diusulkan terdiri dari variabel endogen dan eksogen. Variabel eksogen antara lain: pengalaman (*experience*) dan tingkat hutang (*leverage*), selebihnya merupakan variabel endogen. Berikut ini ditunjukkan hasil estimasi pada persamaan struktural baik secara *direct effect*, *indirect effect* dan *total effect* sebagaimana ditunjukkan pada gambar: 2, Tabel: 1. dan Tabel: 2.

Gambar : 2
 EKSPLOITASI SINERGI DIVERSIFIKASI PADA SPESIFIKASI MODEL FULL SAMPLE
 (STANDARDIZED)



V. Analisis data dan pembahasan

Pengalaman (*Experience*) ; *direct effect, indirect effect dan total effect*

Pilihan terhadap strategi *dominant business* cenderung untuk mengeksploitasi potensi sinergi pengalaman (*sharing activities*) dibandingkan klasifikasi lainnya (*related dan unrelated business*). Artinya terdapat potensi variabel pengalaman untuk menentukan pilihan strategi diversifikasi baik secara langsung maupun tidak langsung terutama pada *dominant business* dan menciptakan nilai. Potensi ini tidak dapat dieksploitasi dalam penciptaan nilai perusahaan pada *related dan unrelated business*.

Namun pengaruh pengalaman secara tidak langsung terhadap kinerja lebih baik pada *dominant business* dibandingkan *related business dan unrelated business*.

Reputasi (*Reputation*) ; *direct effect, indirect effect dan total effect*

Kesimpulan yang dapat ditarik dari point 1 sampai 6 adalah, bahwa terdapat potensi *sharing activities* reputasi terjadi pada *related business* dibandingkan klasifikasi lainnya, namun potensi ini tidak dapat direalisasikan dalam menciptakan kinerja perusahaan., yang menyatakan *sharing activities* reputasi menciptakan nilai. Hal ini dapat disimpulkan telah terjadi inefisiensi transaksi internal pada *sharing activities* reputasi.

TABEL : 1.
ESTIMASI PARAMETER HUBUNGAN KAUSALITAS VARIABEL
(DIRECT EFFECT, INDIRECT EFFECT dan TOTAL EFFECT)
BERDASARKAN KLASIFIKASI DIVERSIFIKASI (STANDARDIZED)

Pengaruh	Full Sampel			Dominant Business		
	DE	IDE	TE	DE	IDE	TE
Leverage → Free Cash Flow	0.140	0.000	0.140	0.184	0.000	0.184
Leverage → Replacement Cost	0.128	0.118	0.246	0.046	0.163	0.209
Leverage → Assett+1	0.088	0.195	0.283	-0.034	0.185	0.151
Leverage → Roi1	-0.096	-0.132	-0.228	-0.004	0.012	0.008
Leverage → Roi2	-0.019	-0.130	-0.149	0.010	0.016	0.013
Free Cash Flow → Rep.Cost	0.845	0.000	0.845	0.887	0.000	0.887
Free Cash Flow → Assett+1	0.320	0.516	0.837	0.520	0.381	0.900
Free Cash Flow → Roi1	0.739	-0.729	0.009	1.056	-1.000	0.055
Free Cash Flow → Roi 2	0.000	-0.080	-0.080	0.000	0.021	0.021
Experience → Free Cash Flow	0.401	0.098	0.498	0.618	0.156	0.773
Experience → Reputation	0.214	0.000	0.214	0.379	0.000	0.379
Experience → Rep.Cost	0.000	0.421	0.421	0.000	0.686	0.686
Experience → Assett+1	0.000	0.417	0.417	0.000	0.696	0.696
Experience → Roi1	0.000	0.005	0.005	0.000	0.043	0.043
Experience → Roi2	0.000	-0.040	-0.040	0.000	0.016	0.016
Reputation → Free Cash Flow	0.456	0.000	0.456	0.411	0.000	0.411
Reputation → Rep.Cost	0.000	0.385	0.385	0.000	0.365	0.365
Reputation → Assett+1	0.000	0.382	0.382	0.000	0.370	0.370
Reputation → Roi1	0.000	0.004	0.004	0.000	0.023	0.023
Reputation → Roi2	0.000	-0.036	-0.036	0.000	0.009	0.009
Replacement Cost → Assett+1	0.611	0.000	0.611	0.429	0.000	0.429
Replacement Cost → ROI1	-0.287	-0.355	-0.642	-0.233	-0.378	-0.611
Replacement Cost → ROI2	0.000	-0.348	-0.348	0.000	-0.268	-0.268
Assett+1 → Roi1	-0.582	0.000	-0.582	-0.881	0.000	-0.881
Assett+1 → Roi2	-0.100	-0.260	-0.360	-0.004	-0.384	-0.388
Roi1 → Roi2	0.446	0.000	0.446	0.436	0.000	0.436

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Leverage dan free cash flow ; direct effect, indirect effect dan total effect

- (1) Dari kesimpulan point 1 sampai dengan 17 telah membuktikan terdapat pengaruh yang signifikan antara *free cash flow*, *leverage* dan *replacement cost* (investasi). Ini berarti investasi yang dilakukan pada masing-masing pilihan

strategi diversifikasi menggunakan dana internal dan eksternal. Hanya saja terdapat perbedaan potensi penggunaan dana pada masing-masing klasifikasi diversifikasi. Untuk *dominant business* atau *related business*, lebih menggunakan dana internal (*free cash flow*) (hipotesis: H2b), sebaliknya untuk *unrelated business* lebih banyak menggunakan dana yang berasal

dari eksternal (*leverage*) dibandingkan dari dari internal (*free cash flow*) (hipotesis : H2a; H2c). Sehingga secara keseluruhan mendukung hipotesis H2. Jika ditelusuri pada persamaan struktural maka dapat disimpulkan penggunaan modal internal maupun eksternal melalui proses

investasi mengurangi nilai. Hanya saja penggunaan modal eksternal dan internal lebih tinggi tidak menciptakan nilai pada *unrelated business* dibandingkan *dominant dan related business*. Temuan ini membuktikan hipotesis H3.,

Pengaruh	Related Business			Unrelated Business		
	DE	IDE	TE	DE	IDE	TE
Leverage → Free Cash Flow	0.220	0.000	0.220	0.072	0.000	0.072
Leverage → Replacement Cost	0.127	0.184	0.311	0.196	0.058	0.253
Leverage → Assett+1	0.171	0.242	0.413	0.115	0.200	0.315
Leverage → Roi1	-0.118	-0.159	-0.276	-0.306	-0.116	-0.421
Leverage → Roi2	-0.107	-0.099	-0.207	0.195	-0.384	-0.189
Free Cash Flow → Rep.Cost	0.835	0.000	0.835	0.806	0.000	0.806
Free Cash Flow → Assett+1	0.366	0.435	0.801	0.212	0.589	0.800
Free Cash Flow → Roi1	0.675	-0.654	0.022	0.581	-0.535	0.045
Free Cash Flow → Roi 2	0.000	-0.020	-0.020	0.000	-0.169	-0.169
Experience → Free Cash Flow	0.213	0.140	0.353	0.420	0.006	0.426
Experience → Reputation	0.249	0.000	0.249	0.001	0.000	0.019
Experience → Rep.Cost	0.000	0.294	0.294	0.000	0.343	0.343
Experience → Assett+1	0.000	0.282	0.282	0.000	0.341	0.341
Experience → Roi1	0.000	0.008	0.008	0.000	0.019	0.019
Experience → Roi2	0.000	-0.007	-0.007	0.000	-0.072	-0.072
Reputation → Free Cash Flow	0.562	0.000	0.562	0.321	0.000	0.321
Reputation → Rep.Cost	0.000	0.469	0.469	0.000	0.258	0.258
Reputation → Assett+1	0.000	0.450	0.450	0.000	0.257	0.257
Reputation → Roi1	0.000	0.012	0.012	0.000	0.015	0.015
Reputation → Roi2	0.000	-0.011	-0.011	0.000	-0.054	-0.054
Replacement Cost → Assett+1	0.521	0.000	0.521	0.730	0.000	0.730
Replacement Cost → ROI1	-0.251	-0.289	-0.540	-0.838	0.126	-0.709
Replacement Cost → ROI2	0.000	-0.185	-0.185	0.000	-0.696	-0.696
Assett+1 → Roi1	-0.554	0.000	-0.554	0.173	0.000	0.173
Assett+1 → Roi2	-0.033	-0.172	-0.205	-0.252	0.125	-0.126
Roi1 → Roi2	0.310	0.000	0.310	0.723	0.000	0.723

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Replacement cost (investasi) (direct effect, indirect effect dan total effect)

- (1) Dari point 1 sampai dengan 5, dapat disimpulkan bahwa investasi secara langsung pada masing-masing strategi diversifikasi tidak menciptakan

nilai, terutama pada *unrelated business*. Sumber tidak menciptakan nilai secara tidak langsung bagi *related dan dominant business* berasal dari akumulasi aset. Sementara bagi *unrelated business*, akumulasi aset bukan merupakan sumber yang tidak menciptakan nilai.

Akumulasi Aset (*Direct effect, indirect effect dan total effect*).

- (1) Dari point 1 sampai dengan 4 dapat ditarik kesimpulan bahwa akumulasi aset yang disebabkan oleh investasi pada masing-masing pilihan strategi diversifikasi, sebagai sumber tidak menciptakan nilai pada *dominant* dan *related business*, sementara pada *unrelated business* menciptakan nilai pada tahun pertama dan tahun kedua tidak menciptakan nilai. Hal ini terdapat potensi *sharing activities* pada *related* akan tetapi terjadi inefisiensi dalam eksploitir sinergi operasional tersebut.

Kinerja sebelumnya (*direct effect*)

Pengaruh kinerja sebelumnya (ROI 1) terhadap kinerja yang akan datang (ROI 2) (*direct effect*). Pengaruh kinerja sebelumnya terhadap kinerja yang akan datang berdasarkan masing-masing kelompok sampel adalah sebagai berikut; pada *full sample* sebesar 0.446, pada *dominant business* sebesar 0.436, pada *related business* 0.310 dan pada *unrelated business* sebesar 0.723. Angka – angka ini menunjukkan pengaruh langsung kinerja sebelumnya terhadap kinerja selanjutnya ternyata pada *unrelated business* kinerja lebih besar dibandingkan *related* dan *dominant business*.

VI. Kesimpulan dan Implikasi

Dari beberapa poin yang diuraikan di atas semakin jelas membuktikan secara keseluruhan diversifikasi mengurangi nilai terutama pada *unrelated business* yang disebabkan beberapa hal : (1) inefisiensi transaksi eksternal (*leverage*) (2) inefisiensi transaksi internal finansial (*free cash flow*). (3) investasi yang berlebihan.

Sumber tidak menciptakan nilai pada *related business* disebabkan beberapa hal : (1) inefisiensi transaksi eksternal (*leverage*), (2) inefisiensi transaksi internal secara operasional. (3) investasi yang berlebihan Sumber tidak menciptakan nilai pada *dominant business* disebabkan beberapa hal (1) inefisiensi penggunaan aset dan (2) Investasi yang berlebihan.

Sharing activities aset reputasi terjadi hanya pada *dominant* dan *related business* sementara pada *unrelated business* tidak signifikan. Implikasi temuan ini mendukung teori *economies of scope* yang menyatakan, diversifikasi dapat memanfaatkan potensi sinergi melalui *sharing activities* dan cenderung terjadi pada *related business*, dibandingkan *unrelated business*. Temuan ini juga mendukung teori *resource based* dan mendukung pendapat Cabral (2003), Barney (2002), Nayyar (1990) dan Clarkson (1983) yang menunjukkan manfaat *related diversification* dapat menciptakan *cost advantage* dari penggunaan aset bersama (*joint cost*), adanya *free rider* diantara aset, atau dapat memanfaatkan *asymmetric information* sebagai sumber *competitive advantage* (Nayyar 1990).

Adanya potensi eksploitasi sinergi terlihat dari hubungan positif antara reputasi dan pengalaman terhadap *free cash flow*, dan hubungan positif antara *free cash flow* dengan investasi, namun terdapat hubungan negatif antara investasi dan kinerja. Hubungan tersebut merupakan bukti diversifikasi mempunyai potensi eksploitasi kinerja, dan sebagai bukti eksploitasi sinergi tidak dapat direalisasi. Temuan ini telah membuktikan adanya perbedaan potensi sinergi dan realisasi sinergi (Nayyar 1993), seperti dinyatakan Clarkson (1983), diversifikasi dapat memanfaatkan *economies of scope* akan tetapi diversifikasi berlebihan dapat menyebabkan *diseconomies of scope*.

Selanjutnya hasil estimasi menunjukkan pengaruh *experience* terhadap reputasi cukup signifikan dan menunjukkan semakin berpengalaman perusahaan, semakin tinggi reputasi dan hanya terjadi pada *related* dan *dominant business* sementara pada *unrelated business* tidak signifikan. Sementara pengaruh *experience* secara langsung terhadap *free cash flow* lebih besar terjadi pada *related business* diikuti *dominant* dan *unrelated business*. Implikasinya adanya pengaruh pengalaman terhadap *free cash flow* lebih besar pada *related business* dibandingkan *unrelated business*, merupakan temuan, *related business* cenderung mengeksplorasi sinergi dari transfer kompetensi pada *related business* dan *dominant business*.

Pengalaman bermanfaat bagi peningkatan reputasi, terutama pada *dominant business* dan *related business*, akan tetapi tidak signifikan pada *unrelated*

business (mendukung Gimeno 1999). Pengaruh pengalaman terhadap *free cash flow* menunjukkan pengaruh positif untuk ketiga kategori diversifikasi, dan pengaruh terbesar terjadi pada *dominant business*, diikuti *unrelated business* dan *related business*. Hal ini membuktikan, transfer kompetensi terjadi pada perusahaan yang ingin mengembangkan *core business* sebagai *competitive advantage* sehingga perusahaan akan lebih fokus dengan melakukan diversifikasi *dominant business*.

Temuan ini juga mendukung pendapat Osterloff (2003), Barney (2002), dan teori *resource based* yang menyatakan *sharing activities* cenderung untuk eksploitasi *cost reduction* atau *joint cost* yang akan menghasilkan *distinctive cost*, sedangkan transfer kompetensi cenderung untuk eksploitasi *distinctive competence*, oleh karena itu cenderung terjadi pada *dominant business*, dibandingkan *related business*. Teece, (1997), Markides-Williamson (1998) menunjukkan, *relatedness strategic* mendukung *resource based theory* untuk menciptakan *sustainable competitive advantage*. Namun, sama halnya dengan hipotesis sebelumnya terdapat potensi sinergi, akan tetapi penelitian ini membuktikan terdapat hubungan negatif antara investasi dengan kinerja diversifikasi. Artinya potensi sinergi baik reputasi dan pengalaman dapat menciptakan *free cash flow*, akan tetapi sejumlah *free cash flow* yang diinvestasikan berpengaruh negatif terhadap ROI, artinya potensi sinergi tidak dapat direalisasi.

Demikian juga jika dilihat adanya pengaruh *direct effect* pada tahun pertama antara ROI $t+1$ terhadap ROI $t+2$ berpengaruh positif, namun jika dilihat dari adanya *indirect effect* pengaruh reputasi dan pengalaman sebagai sumber tidak menciptakan nilai pada kinerja tahun berikutnya (ROI tahun ke dua), sebagai bukti reputasi dan pengalaman secara berkelanjutan tidak menciptakan nilai terutama pada *unrelated business*. Temuan ini mendukung Davis dan Thomas (1993) yang menemukan tidak terjadi sinergi diantara "*production relatedness*". Temuan ini juga mendukung pendapat Nayyar (1993), Clarkson (1983), Jensen (1986), Hitt (2001). Implikasi dari beberapa temuan di atas adalah, untuk mengeksploitasi sinergi diversifikasi diperlukan mekanisme pengendalian untuk memastikan tercapainya manfaat diversifikasi secara lebih sukses.

Hasil estimasi pada persamaan struktural menyimpulkan investasi diversifikasi signifikan menggunakan dana internal, dan penggunaan dana eksternal signifikan hanya pada *unrelated diversification*. Kesimpulan ini telah membuktikan hipotesis 12 tidak dapat ditolak. Sebagaimana dengan pendapat Barney (2002) yang menyatakan, motivasi perusahaan melakukan diversifikasi untuk mengeksploitasi sinergi finansial. Eksploitasi sinergi finansial dapat dilakukan melalui *related* maupun *unrelated business*. Kedua pilihan strategi dapat menggunakan pilihan dana internal atau eksternal dan kombinasinya, namun implikasinya terhadap kinerja akan berbeda, hal ini dapat disebabkan oleh *excess value* dari eksploitasi sinergi tersebut berbeda.

Pengujian empirik penelitian ini menemukan strategi *unrelated business* maupun *related business* menggunakan kedua sumber dana eksternal dan internal, sedangkan strategi *dominant business* signifikan hanya menggunakan dana internal. Namun, penggunaan sumber dana eksternal lebih dominan pada *unrelated business*, sedangkan penggunaan dana internal lebih dominan pada *related dan dominant business*.

Implikasi terhadap temuan penelitian ini mendukung teori *economies of scope* dan sesuai dengan pendapat Barney (2002), Clarkson (1983) yang menunjukkan diversifikasi *related business*, maupun *unrelated business* dapat menggunakan eksploitasi sinergi finansial baik dana internal maupun eksternal. Ditemukannya kejadian yang menunjukkan dominasi penggunaan dana eksternal cenderung pada *unrelated business*, mendukung teori agensi (Jensen dan Meckling 1976 dan 1986) yang menjelaskan adanya konflik agensi dimana penggunaan dana eksternal pada *unrelated business* memberi manfaat kepada agen dibandingkan pemegang saham, dan agen memiliki preferensi lebih *risk averse* dan cenderung melakukan investasi yang berhubungan dengan *unsystematic risk*, maka untuk mengurangi risiko dapat dilakukan dengan *unrelated business*.

Penggunaan dana internal terjadi pada *dominant* atau *related business*, juga dapat dijelaskan dengan *internal transaction cost economic*. Beberapa peneliti sebelumnya seperti Foss (2003), Williamson (1993), Mahoney (2001) Teece (1980) Silverman (1999), Moore dan Jhon 1992, Hart dan Oliver (1989), telah

menunjukkan perusahaan melakukan integrasi vertikal karena adanya efisiensi transaksi biaya internal dibandingkan eksternal. Penelitian ini menemukan adanya hubungan positif antara *free cash flow* dengan kinerja, sebagai bukti adanya proses internalisasi biaya sebagai sumber penciptaan nilai. Namun, Dosi dan Marengo (1999) menjelaskan TCE harus juga dapat mendukung konsep kompetensi.

Untuk menguji hipotesis 4 dalam persamaan model struktural, adalah dengan mengkombinasikan beberapa estimasi parameter. Kesimpulan hasil uji estimasi pada persamaan tersebut telah membuktikan penggunaan dana eksternal terjadi pada *unrelated business* dan menurunkan kinerja perusahaan, sementara penggunaan dana internal terjadi pada ketiga klasifikasi diversifikasi, dan meningkatkan kinerja. *Unrelated business* menyebabkan peningkatan aset dibandingkan dengan *related* atau *dominant business*, ini membuktikan *related* dan *dominant business* dapat mengeksplorasi sinergi operasional dibandingkan *unrelated business* yang cenderung mengeksplorasi sinergi finansial. Temuan ini juga menemukan diversifikasi tidak menciptakan nilai pada tahun pertama akan tetapi menciptakan nilai pada tahun berikutnya, terutama pada *unrelated business* yang menunjukkan perusahaan dengan aset yang lebih besar menciptakan nilai, dibandingkan dengan *dominant* dan *related business*.

Temuan penelitian ini telah menunjukkan diversifikasi *unrelated business* menggunakan sumber dana baik eksternal maupun dana internal yang lebih besar, dibandingkan *related business* maupun *dominant business*. Temuan ini juga menemukan penggunaan dana eksternal menurunkan kinerja dibandingkan penggunaan dana internal. Pengurangan nilai terjadi lebih besar pada *unrelated business* dibandingkan *related business*. Temuan ini menyimpulkan eksploitasi sinergi finansial mengurangi nilai, terutama dengan menggunakan dana eksternal dibandingkan dana internal.

Implikasi terhadap temuan penelitian ini mendukung beberapa peneliti sebelumnya, Bettis (1981), Lang dan Stulz (1994), Berger dan Ofek (1995), Robins dan Wiserna (1995), Palich, Miller dan Cardinal (2000) yang menunjukkan *unrelated diversification* tidak menciptakan nilai.

Potensi manfaat finansial dalam diversifikasi masih diperdebatkan dalam *corporate finance* (Villalonga 2004, Campa dan Kedia 2002, Lemon & Wolf 2002, Hyland & Dilz 2000) Beberapa peneliti (Roberts 1990; Stein 1997 dan Scharfstein dan Stein 2000) menjelaskan sumber tidak menciptakan nilai adalah disebabkan ketidak efisienan *internal capital market*.

Penelitian ini telah memperjelas sumber ketidak efisienan berasal dari *external capital market* dan bertentangan dengan pendapat Lamont (1997), Shin dan Stulz (1998), Shin dan Park (1998), Rajan dan Serves 2000, Whited (2001) yang membuktikan, tidak menemukan konglomerasi tidak efisien dalam alokasi investasi, yang menyebabkan pengurangan nilai diversifikasi. Sama halnya dengan pendapat dengan Barney (2002) menunjukkan eksploitasi sinergi finansial baik dengan *internal market* maupun *external market* dapat menciptakan nilai.

Potensi sinergi finansial maupun operasional dapat menciptakan nilai sebagai sumber *competitive advantage* (Barney 2002). Temuan penelitian ini bertentangan dengan penelitian empirik Chatterjee (1986) yang membuktikan sinergi finansial cenderung menciptakan nilai dibandingkan sinergi operasional.

Beberapa hal lainnya yang ditemukan dalam penelitian ini adalah adanya pengaruh *indirect effect* terhadap kinerja yang menunjukkan indikasi perusahaan menggunakan hutang untuk tujuan mengurangi risiko bisnis dan sumber tidak menciptakan nilai berasal dari penggunaan hutang. Hal ini ditunjukkan dengan adanya pengaruh negatif *leverage* terhadap kinerja dan *free cash flow*, sedangkan pengaruh hutang terhadap investasi menunjukkan hubungan yang positif.

Rumelt (1974) yang telah menunjukkan terdapat perbedaan kinerja pada masing-masing diversifikasi, namun belum menjelaskan sumber perbedaan tersebut, pada penelitian lebih memperjelas sumber penciptaan dan pengurangan nilai pada masing-masing diversifikasi. Penelitian ini telah membuktikan sumber tidak menciptakan nilai bukan berasal dari kinerja diversifikasi akan tetapi berasal dari kondisi awal perusahaan sebelumnya seperti (1) *leverage* (2) *free cash flow* (3) *experience* (4) *reputasi* (5) *replacement cost* (6) *asset*. Hal ini sebagai implikasi bahwa

kesuksesan strategi diversifikasi dipengaruhi oleh kinerja perusahaan sebelumnya. Oleh karena itu untuk mempertahankan strategi diversifikasi secara berkelanjutan memerlukan pengembangan sumber dana, pengalaman, reputasi, dan akumulasi secara berkelanjutan. Sebagaimana yang dinyatakan oleh Mukherjee (1998) bahwa, kondisi awal perusahaan sebelum melakukan diversifikasi berpengaruh terhadap kinerja diversifikasi. . Pendapat tersebut sejalan dengan Keats (1990) yang menyatakan, untuk mengukur kinerja diversifikasi adalah dengan mengukur *excess value* dari aktivitas diversifikasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Barney, Jay. 2002. *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. Second Edition. Prentice Hall.
- Barney, J.B. 1999. "How a Firm's Capabilities Affect Boundary Decisions". *Sloan Management Review* pp. 137-145.
- Barney, Jay. 1991. "Firm resources and sustained competitive advantage". *Journal Of Management*. Vol. 17.
- Berger & Ofek. 1996. "Bustup Takeovers of Value-Destroying Diversified Firms" *The Journal Of Finance* Vol L1 No 4.
- Berger P. dan Ofek. 1995. "Diversification effect on firm value". *Journal of Financial Economic* Vol 37.
- Besanko, Dranove, Shanley and Schaefer, . 2000. *Economic Of Strategy 3rd Edition Chapter V Diversification*. Jhon Wiley and Sons. Inc.
- Bettis Richard A. 1981. "Performance Difference in Related and Unrelated Firms". *Strategic Management Journal*. Vol.2, pp. 379-393
- Bettis, Prahalad.. 1983. "The Visible and The Invisible Hand : Resources Allocation in The Industrial". *Strategic Management Journal*. Vol 4, pp. 27-43.
- Bettis, R.A., and Hall, W.K.. 1981. "Strategic Portofolio Management in The Multibusiness Firm". *California Management Review*. Fall, Vol 24.
- Cabral, Louis MB. 2000. "Stretching Firm and Brand Reputation". *Rand Journal Of Economic*. Vol 31, No 4, pp 658-673.
- Cabral, Louis MB. 2003. "R&D Competition When Firms Choose Varlance" *Journal of Economics & Management Strategy*. Volume 12, Number 1, Spring 2003, 139-150
- Campa, Manuel and Kedia. 2002. "Explaining The Diversificatiom Discount". *The Journal Of Finance* Vol LVII No 4.
- Clarkson, Kenneth & Miller, Roger LeRoy. 1983 *Industrial Organization*, Mc Graw Hill.
- Davis, R. & Duhaime, I.M. 1992 "Diversification, Vertical Integration and Industry Analysis : a New Perspective and Measurement". *Strategic Management Journal*. Vol 13 (7), 511-524.
- Davis, R., Thomas, L. G. 1993. "Direct Estimation of Synergy: A New Approach to the Diversity Performance Debate". *Management Science* Vol. 39. No. 11. Pp. 1334 - 1346
- De Motta, A., 2002. "Internal Capital Markets in Financial Conglomerates : Evidence Form Small Bank Responses To Monetary Policy". *The Journal of Finance* Vol. LVII, No. 6.
- Dosi, G. dan Marengo, L. 2000. " On The Tangled discource between Transaction Cost Economics and Competence-Based Views of the Firm" In N. Foss and V. Mahnke (eds) (2000) *Competence, Governance and Entrepreneurship. Advances in Economics Strategy Research*, OUP. Oxford, pp, 80-92.
- Dosi, G. dan Teece, D.J. 1989. "Organizational Competences and the boundaries of the firm", *Markets and Organization*, Springer. Berlin, pp, 282-302.
- Dosi, G., Fallo, M dan Marengo L. 2003. *Organizational Capabilities, Patterns of Knowledge Accumulation and Goverance Structure in Business Firms*.

- Doyle, P. 2002 . *Marketing Management and Strategy* . 3rd ed. Essex : Prentice Hall.
- Dranove, D., Shanly, M. 1995." Cost Reduction or Reputation Enhancement as Motives for Mergers : The Logic of Multihospital Systems" . *Strategic Management Journal*. Vo. 16, Pp. 55 – 74.
- Dyer, Jeffrey H. 1997. "Effective interfirm collaboration : how firms minimize transaction costs and maximize transaction value." *Strategic Management Journal*., Vol 18, Iss 7, p.535.
- Eaton, B.C., Lemche, S.Q. 1991. The Geometry of Supply, Demand and Competitive Market Structure With Economies Of Scope, Vol 81 No 4 Pp 901-911.
- Eisnmann, 2002 ." The Effects Of CEO Equity Ownership and Firm Diversification On Risk Taking". *Strategic Management Journal* Vol 23 : pp. 513-534.
- Fombrun, C., and M. Shanley, 1990." What is A Name ? Reputation Building and Corporate Strategy" *Academy of Management Journal* Vol 33, No 2.
- Fombrun, Charles J, 2005. "Building Corporate Reputation Through CSR Initiatives: Evolving Standards," *Corporate Reputation Review*, Spring 2005, Vol. 8 Issue 1, p7-11
- Fombrun, Charles; Shanley, Mark. 1990. "What's In A Name Reputation Building And Corporate Strategy". *Academy of Management Journal* , Vol. 33 Issue 2, p233, 26p.
- Fred R, David, 2001 *Strategic Management : Concepts and Cases*. 8th Edition, International Edition, Prentice Hall International, Inc.
- Gimeno, J., and Woo, C.Y., 1999. "Multimarket contact, economies of scope and firm performance" . *Academy of Management Journal*, vol 43(3), pp. 239-259.
- Goldberg, A.I., Cohen, G., Avi Fiegenbaum 2003." Reputation Building Small Business Strategies for Successful Venture Development" . *Journal of Small Business Management* 41 (4), pp. 168-186.
- Goldberg, A.I.; Cohen, G.; Fiegenbaum, 2003. "Reputation Building: Small Business Strategies for Successful Venture Development" . *Journal of Small Business Management*, Vol. 41 Issue 2, p168-186, 19p
- Goold, Michael, 1991 . "Strategic Control in the Decentralized Firm" . *Sloan Management Review*, Winter.
- Goold, Michael; Quinn, John J, 1990. "The Paradox Of Strategic Controls" . *Strategic Management Journal*, Vol. 11 Issue 1, p43-57.
- Graham ,John R, 2002 . "Lemmon, Michael L. and Wolf, Jack G., Does Corporate Diversification Destroy Value ?" . *The Journal Of Finance* Vol LVII No. 2, pp. 695-720.
- Grant, R.M., 1988, On Dominant Logic Relatedness and The Link Between Diversification and Performance, *Strategic Management Journal*, Vol 9 Pp 639-642.
- Gunther Lang, 2003 Reputation Deals: A. Theory of Endogenous Teams *AEJ* Vol. 31 No.1.
- Gupta A., Rosenthal, 1991, Ownership Structure, Leverage and Firm Value : The Case of Leveraged Recapitalization, *Financial Management Autumn*.
- Hadlock, Charles J. (Michigan State University) Ryngaert, Michael (University of Florida) Thomas, Shawn (University of Pittsburg), 2001 ; Corporate Structure and Equity Offerings : Are There Benefits to Diversification, *Journal of Buiness*, vol 74., No. 4.
- Hair, J.F., Anderson R.E., Tatham R.L., and Black, W.C., 1984, *Multivariate Data Analysis* 4th Edition, Prentice Hall, New Jersey.

- Hammond, Kathy; Ehrenbeig, Arc; Goodhardt, G. J, 1996, Market segmentation for competitive brands, *European Journal of Marketing*, Vol. 30 Issue 12, p39, 11p.
- Hammond, Sue Annis; Slocum Jr., John W. 1996, The Impact of Prior Firm Financial Performance on Subsequent Corporate Reputation, *Journal of Business Ethics*, Vol. 15 Issue 2, p159-165.
- Hamori, Monika, 2003, The impact of reputation capital on the career paths of departing employees, *Journal of Intellectual Capital*; 4, 3; ABI/INFORM Global , pg. 304
- Hannan, Michael T.; Freeman, John H.; Meyer, John W., 1976, Specification Of Models For Organizational Effectiveness, *American Sociological Review*, Vol. 41 Issue 1, p136-143, 8p.
- Harrison, Jeffrey S & Jhon, Caron H., 1998 ; *Strategic Management of Organizations and Stakeholders 2nd Edition*, South-Western College Publishing.
- Hawawini, Subramnian, Verdin, 2003 ; Driven By Industry-Or Firm Spesific Factors ? A New Look At The Evidence, *Strategic Management Journal* Vol 24 : 1-6.
- Hermalin, Benjamin E. and Katz, Michael L. University of California at Berkeley, 2000 ; *Corporate Diversification And Agency*, 10 January 2000 This material is based on work supported by the Berkeley Program in Finance, the Olin Foundation, and the National Science Foundation (the latter under Award No. SES-9112076).
- Hill, Charles W.L. and Jones, Gareth R. 1998 ; *Strategic Management Theory : Integrated Approach*. Fourth Edition. Oughton Mifflin Company Boston New York.
- Hitt ; Hokisson ; Harrison, 1999 ; Human Capital and Strategic Competitiveness in the 1990s, *Journal Of Management Development*, Vol 13, No 1.
- Hitt, Hokisson, and Kim., 1997 ; International Diversification : Effect Innovation and Firm Performance in Product-Diversified Firms, *Academy Management Journal* Vol. 40, No. 4 PP. 767-798.
- Hitt, M.A., and Kochar R., 1998, Research Notes and Communication Linking Corporate Strategy to Capital Structure : Diversification Strategy Type and Sources Of Financing, *Strategic Management Journal*, Vol 19. 601-610.
- Hitt, M.A., Bierman, L., Shlmizu, K., Kochar, R., 2001. Direct and Moderating Effects of Human Capital On Strategy and Performance in Profesional Service Firms : A Resource – Based Persepective, *Academy of Management Journal* Vol 44 No 1. Pp 13 – 28.
- Hitt, Michael A and R. Duane, Ireland and Hoskisson, Robert E, 2001 *Strategic Management Competitiveness and Globalization*, South-Western College Publishing.
- Hitt, Michael A.; Tyler, Beverly B, 1991, Strategic Decision Models: Integrating Different Perspectives, *Strategic Management Journal*, Vol. 12 Issue 5, p327-351.
- Hitt. M.A., Dacin, M.T., Levitas, E., Agreple, J.L., Borza, A., 2000, Partner Selection In Emerging and Developed Market Contexts : Resource – Based and Organization Learning Perspectives Vol 43 No 3 449 –467.
- 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, pp 605-621.
- Hoskisson and Turk, 1990 ; Corporate Restructuring : Governance and Control Limit of The Internal Capital Market, *Academy Management of Management Review*, Vol 15 NO 3 459-477.

- Hoskisson, Hitt, 1990 ; Antecedents and Performance Outcomes Of Diversification : A Review and Critique Of Theoretical Perspectives, *Journal Of Management*, Vol 16 No 2 , 461-509.
- Hoskisson, R.E., Hitt, M.A., & Hill, C.W.L. 1993 ; Managerial incentives and investment in R & D in large multiproduct firms, *Organization Science*, 4 : pp 325-341.
- Hoskisson, R.E., Hitt, M.A., Johnson, R.A., & Moesel, D.D. 1993. Construct validity of an objective (entropy) categorical measure of diversification strategy, *Strategic Management Journal*, 14: 215-235.
- Hoskisson, R.E., Jhonson, R.A., Moesel, D.D., 1994, Corporate Divesture Intensity in Restructuring Firm: Effects of Governance Strategy and Performance, *Academy of Management Journal*, Vol. 37 No.5
- Hoskisson, RE, Hitt, M.A., Jhonson R.A., Moesel D.D., 1993, Construct Validity Of An Objective (Entropy) Categorical Measure Of Diversification Strategy, *Strategic Management Journal*, Vol 14, 215 – 235.
- Hoskisson, Robert E.; Hitt, Michael A.; Hill, Charles W. L., 1991, Managerial Risk Taking In Diversified Firms: An Evolutionary Perspective, *Organization Science: A Journal of the Institute of Management Sciences*, Vol. 2 Issue 3, p296, 19p.
- Hyland, David C. and Diltz J. David., 2002 ; Why Firms Dieversity : An Empirical Examination, *Financial Management*, p 51-81
- Ireland, and Hitt., 1990 ; Industry Effects and Strategic Management, Research , *Journal Of Management*, Vol 16, No. 1, pp. 7-27.
- Jensen, Michael C. Harvard Business School Mjensen@Hbs.Edu And Meckling, William H., 1976 ; Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure, *Journal Of Financial Economics*, V. 3, No. 4, pp. 305-360,
- Jensen, Michael C., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Keats and Hitt, 1988 ; A Causal Model Of Linkages Among Environmental Dimensioan Macro Organizational Characteristic and Performance, *Academy Management Journal* Vol. 31, No. 3, pp. 570-598.
- Keats, 1990 ; Diversification and Bussiness Economic Performance Revisited : Issues of Measurement and Causality, *Journal Of Management*, Vol 16 No 1, 61-72.
- Keats, Barbara W.; Hitt, Michael A , 1988, A Causal Model Of Linkages Among Environmental Dimensions, *Academy Of Management Journal*; Vol 31, 3; ABI/INFORM Global, Pg. 570-598.
- Lamont, O.A., Polk, C., 2001, The Diversification Discount: Cash Flows Versus Returns, *The Journal of Finance*, Vol. LVI. No. 5, PP. 1693 – 1721.
- Lamont, Owen, 1997, Cash Flow and Investment : Evidence from Internal Capital Markets, *The Journal Of Finance* Vol LII No 1.
- Lane Peter, J., Cannelta A.A. and Lubatkin M.H., 1998, Agency Problem As Antecedents to Unrelated Mergers and Diversification : Amihud and Lev Considered, *Strategic Management Journal*, Vol 19 Pp 555-578.
- Lee, C., Lee K., Pennings, J.M., 2001 Internal Capablltles, External Networks, and Performance: a Study on Technology Based Ventures, *Strategic Management Journal*, 22; pp. 115-640.
- Lee, C., Yang, J., Yu, L.M., 2001, The Knowledge Value Of Customers and Employees in Product Quality, *Journal Of Management Development*, Vol.20. No.8. Pp. 691 – 704.

- Lee, Rock and Dewitt, 1998 ; Firm Industry, and Strategy Influences On Choice of Downsizing Approach, *Strategic Management Journal*, Vol 19, pp. 59-79.
- Lee, S.W., Mullineaux, D.J., 2004, Monitoring Financial Distress, and The Structure of Commercial Lending Syndicates, *Financial Management Autumn*, Pages. 107 – 130.
- Lee, Yew Liang, 2003 ; Wage Effects Of Drinking in Australia, (*Multinomial Logistic*) *The Australian Economic Review*, Vol 36, no 3.
- Li, David D., Li, Shan, 1999 ; An agency theory of the bankruptcy law, *International Review of Economics and Finance* 8 pp. 1–24.
- Lins, K., and Henri Servaes, 1999. "International Evidence on the Value of Corporate Diversification," *Journal of Finance* 54, 2215-2239.
- Lippman, S.A., McCardle, K.F., Rumelt, R.P., 1991, Heterogeneity Under Competition, *Economic Inquiry*, Vol XXIX., Pp 774 – 782.
- Litz, Reginald., 1996 ; A Resources-based-view of the Socially Responsible Firm : Stakeholder Interdependence, ethical Awareness and Issue Responsiveness As Strategic Assets, *Journal of Business Ethics*, Vol. 15 ; pp. 1355-1363.
- Lopez, Vicente A, In Tangible Resources as Drivers of Performance: Evidence From a Spanish Study of Manufacturing Firms, *IRISH Journal Management*.
- Mahoney, J.T., & Pandian, J.R. 1992. "The resources-based view within the conversation of strategic management". *Strategic Management Journal*, 13(5), pp. 363-380
- Makhija, A.K., Jandik, 2005, Can Diversification Create Value, Evidence from The Electric Utility Industry, *Financial Management*, Vol. 34, No. 1, Pp 61 – 93.
- Makhija, M., 2003, Comparing the resources-based and market based views of the firms : empirical evidence from Czech privatization, *Strategic Management Journal* Vol 24, pp. 433-451.
- Makino, Shige, Dept. of Management, Chinese University of Hong Kong, Shatin, N.T., Hong Kong , Andrew Delios, Western Business School, University of Western Ontario, Complementarity, Local Knowledge Acquisition And Fdi Performance: Japanese Jvs In Asia And North America
- Markides & Williamson., 1996 ; Corporate Diversification and Organizational Structure : A Resources- Based View, *Academy of Management Journal*, Vol. 39, No. 2 pp. 340-467.
- Markides, C, 1992 ; Consequences Of Corporate Refocusing ; Ex Ante Evidence, *Academy Of Management Journal*, Vol 35, No 2 , pp. 398-412.
- Markides, C, 1999 ; A Dynamic View Of Strategy, *Sloan Management Review*.
- Markides, C., and P.J. Williamson., 1994 ; Related diversification, core competencies and corporate performance, *Strategic Management Journal*, Vol 15.
- Markides, Constantinos C, 1997, TO DIVERSIFY OR NOT TO DIVERSIFY, *Harvard Business Review*, Vol. 75 Issue 6, P93-99.
- Marlin, D., Lamont, Bruce T., Gelger, Scott W., 2004, Diversification Strategy and Top Management Team Fit, *Journal of Management and Issues*, Vo. XVI No. 3, Pp. 361 – 381.
- Martens, Rudy; Bogaert, Ilse; Van Cauwenbergh, André, 1997, Preparing for the Future as a Situational Puzzle, *International Studies of Management & Organization*, Vol. 27 Issue 2, p7-20.

- Martin J.A., Eisenhardt, KM., 2002, Cross – Business Synergy Sources, process and the Capture of Corporate Value, Herb Kelleher Center for Entrepreneurship, *Working Paper Service*, No. 3, Pp 8 – 59.
- Martin, Jeffrey A.; Eisenhardt, Kathleen M, 2001, Exploring Cross-Business Synergies, *Academy Of Management Proceedings*, , Ph1, 6p.
- Martin, K.J., 1996, The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership, *The Journal of Finance*, Vol. LI, No. 4, Pp. 1227 – 1246
- Matsusaka, John G, 2001. ; Corporate Diversification, Value Maximization, and Organizational Capabilities ; *Journal Of business* ; Vol 74, No 3.
- Matsusaka, John G. 1993a. Takeover motives during the conglomerate merger wave. *Rand Journal of Economics Autumn*, Vol. 24 no. 3, pp. 357-379.
- Matsusaka, John G. 1993b. Target profits and managerial discipline during the conglomerate merger wave. *Journal of Industrial Economics Jun*, Vol. 41 no. 2, pp. 179-189.
- Mayer and Whittington, 2003 ; Diversification In Context : A Cross-National And Cross-Temporal Extension, *Strategic Management Journal Vol 24*; pp. 773-781.
- Mc Coodnaughy, D.L., Mishra, Chandras, 1996 Debt, Performance Based Incentives, and Firm Performance, *Financial Management*, Vol., 25, No. 2 Summer Pp. 37 – 51.
- Mc Namara, Gerry and Vaaler, Paul M, Devers, Cynthia, 2003, Same as it ever was: The search for evidence of increasing hypercompetition, *Strategic Management Journal*, Mar 2003, Vol.24, Iss. 3, p.261.
- Merino and Rodriguez, 1997 ; A Consistent Analysis Of Diversification with non observable firm effects, *Strategic Management Journal Vol 18:9*, pp. 733-743.
- Mohanram, Partha, Morgan Hall, , When Do Joint Ventures Create Value?, *Harvard Business School*, Boston, MA 02163
- Mukherjee, A., 1998, The Relationship Prior Performance And Diversification : A Study Of Three Industries, *Management Decision*, Vol. 36 No 3 Pp 180 – 188.
- Mukherjee, Taruna, K., Klymaz, Halil and Baker H. Kent, 2004, Merger Motives and Target Valuation : A Survey Of Evidence From CEOs, *Journal Of applied Finance*, Fall, 14, 2.
- Moore, John, 1992, British Privatization—Taking Capitalism To The People, *Harvard Business Review*, Vol. 70 Issue 1, P115-124.
- Nayyar, P.R, and Kazanjian, 1993 ; Organizing to Attain Potential Benefits From Information Asymmetries and Economies of Scope in Related Diversified Firms, *Academy Of Management Review*; Vol 18 No 4; pp. 735—759.
- Nayyar, P.R., 1990, Information Asymmetry A Source Of Competitive Advantage for Diversified Services Firms, *Strategic Management Journal*, Vol 11 (7) pp 513-529.
- Nayyar, P.R., 1992, Performance effects of three focal in services firms, *Academy Of Management Journal*, Vol 35 pp. 985-1009
- Nayyar, P.R., 1993., Performamance Effects of Information Asymmetry and Economies of Scope in Diversified Services Firms, *Academy Of Management Journal* ; Vol. 36 No. 1; pp. 28-57.

- Oded Palmon, Huey-Lian Sun, and Alex P. Tang, Layoff Announcements, 1997 : Stock Market Impact and Financial Performance, *Financial Management Journal* Vol. 26, No. 3 pp. 54 – 68.
- Oliver, Christene, 1997 ; Sustainable Competitive Advantage ; Combining Institutional and Resources-Based Views, *Strategic Management Journal*, Vol 18; 9 , pp. 697-713.
- Oliver, Gordon, 1989, Monitoring The Competition, *Journal Of The Market Research Society*, Vol. 31 Issue 1, P148-148.
- Osterloff, 2003, Technology – Based Product Market Entries Managerial Resources and Decision – Making Process, *Doctoral Dissertation, Helsinki University Of Technology Institute Of Strategy and International Business*.
- Palich, Cardinal and Miller, 2000 ; Curvilinearity In The Diversification Performance Linkage : An Examination Of Over Three Decades Of Research, *Strategic Management Journal*.
- Palich, Leslie E, As A Moderator In The Diversification-Performance Relationship: An Empirical Assessment, Hankamer School of Business, Baylor University, Waco, TX 76798-8006 Gary R. Carini, Hankamer School of Business, Baylor University Samuel L. Seaman, *Hankamer School of Business, Baylor University, Internationalization*
- Pandya, Anil M. And Rao, Narendar V., 1998 ; Diversification And Firm Performance: An Empirical Evaluation , *Journal Of Financial And Strategic Decisions* Vol. 11, No. 2.
- Porter, Michael E., 1985 ; *Competitive Strategy*, New York, Free Press.
- Porter, Michael E., 1987 ; From Competitive Advantage To Corporate Strategy, *Harvard Business Review*, pp 45-59
- Prahalad, C.K., & Hamel, G 1990 "The core competences of the corporation" . *Harvard Business Review*, 68(3), pp. 79-91.
- Prahalad, C.K., Bettis R.A., 1986 The Dominant Logic : A New Linkage Between Diversity and Performance, *Strategic Management Journal*. Vol 7 no 6
- Ramanujam, V. and P. Varadarajan, 1989, Research on corporate diversification : A synthesis, *Strategic Management Journal* , Vol 10, pp. 523-551
- Reed, Richard; Reed, Margaret, 1989, Ceo Experience And Diversification Strategy Fit, *Journal of Management Studies*, Vol. 26 Issue 3, p251, 20p.
- Roberts, Peter W.; Dowling, Grahame R. 2002, Corporate Reputation And Sustained Superior Financial Performance, *Strategic Management Journal*, Vol. 23 Issue 12, p1077, 17p.
- Rogers, Mark, 2000 The Role Of Diversification on Firm Performace, <http://www.melbourneinstitute.com> Melbourne Insitute Working Paper ISSN 1328-4991 , ISBN.
- Rothaermel, F.T., 2001, Research Note Incumbent's Advantage Trough Exploiting Complementary Assets Via Interfirm Cooperations, *Strategic Management Journal*, 22 : 687-699.
- Rowe, Wright, Related and Unrelated Diversification and Their Effect On Human Resource Management Controls, *Strategic Management Journal*, Vol. 18:4, pp. 329-338.
- Roy, Lynn D. & Manley, Jhon F, 1977 ; The Effect of Firm Specialization on Shareholder Wealth ; *The Mid Atlantic Journal of Business*, Vol. 33, No. 3.
- Ruchala, Linda V., Managing And Controlling Specialized Assets, *Management Accounting: Official Magazine Of Institute Of Management Accountants*, Vol. 79 Issue 4, P20.

- Rumelt, Richard P, 1974 ; Strategy, Structure, and Economic Performance, *Harvard Business Scholl Classic*.
- Russo, M.V., Fouts, P.A., 1997, A Resource-Based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability, *Academy of Management Journal*, Vol. 40, No. 3. pp. 534-559.
- Safieddine, A., Titman, S., 1999, Leverage And Corporate Performance : Evidence From Unsuccessful Takeovers , *The Journal of Finance*, Vol LIV No 22.
- Saranoa, Lucio and Taylora Mark P, 1999, Moral hazard, asset price bubbles, capital flows, and the East Asian crisis: the first tests, *Journal of International Money and Finance*, Vol 18, pp. 637-657.
- Selnes, Fred, 1993 An Examination of the effect of Product Performance on Brand Reputation, Satisfaction and Loyalty, *European Journal Of Marketing* Vol. 27 No. 9, pp. 19-35.
- Sheng-Syan Chen, Ho, K.W., Kueh Hwa IK, Cheng-Fewlee, 2002, How Does Strategic Competition Affect Firm Value? A Study of New Product Announcements, *Financial Management Summer* Pp. 67-84.
- Shleifer A, Vishny, R.W. 1991, Takeovers in the '60s and the 80's and Implication, *Strategic Management Journal* 12 (Winter) 51-59.
- Silverman, Brian S. 1999 ; Technological Resources and Direction of corporate Diversification : Toward an integration of resources-based view and transaction cost economics, *Management Science*, Vol. 45 No 8.
- Song, J.H., 1982, Diversification Strategies and The Experience of Top Excutives of Large Firms, *Strategic Management Journal* , 3 (4), pp.377-380, Research Note.
- Stein, J.C., 1997, Internal Capital Marekt and The Competition for Corporate Resources, *The Journal of Finance* Vol. LII No. 1.
- Steiner, Thomas L; University of Dayton, 2000 ; Department of Economics and Finance, 300 College Park, Dayton, OH 45469-2251, An Agency Analysis of Firm Diversification: The Consequences of Discretionary Cash and Managerial Risk Considerations, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 14.
- Stimpert J.L. ; Duhaime, Irene M, 1997 ; In the Eyes Of The Beholder : Conceptualizations of Relatedness Held By The Managers Of large Diversified Firms, *Strategic Management Journal*, Vol 18:2, pp. 111-125.
- Stjin Claessens, Simeon Djankov, Yoseph P.H. Fan, and Larry H.P. Lang, 2000 ; *Corporate Diversification In East Asia : The Role of Ultimate Ownership and Group Affiliation*.
- Stuart L. Gillan, John W. Kensinger, John D. Martin, 2000 Value creation and corporate diversification: the case of Sears, Roebuck & Co.q, *Journal of Financial Economics* Vol. 55. pp. 103-137.
- Tabachnick, B.G., & Fidell, L.S., 1996, *Using Multivariate Statistic 3rd* , New York, Harpoer Collings College Publishers.
- Teece, D.J., 1993 The Dynamics of Industrial Capitalism : Perspectives on Alfred Chandlers's Scale and Scope, *Journal of Economic Literature*, Vol XXXI Pp 199-225.
- Teece, D.J., 1993 The Great Merger Movement and The Diffusion of Electric Power Utilization In American Manufacturing, 1899-1909: a Simple Test of The Scumpeterian Hypothesis, *Eastern Economi Journal*, Vol. 27. No. 3. pp 253-266.
- Teece, David J, Internal Organization And Economic Performance: An Empirical Analysis Of The Profitability Of Principal Firms, *Journal Of Industrial Economics*, Vol. 30 Issue 2, P173-199.

- Teece, Pisano, Shuen, 1997 ; Dynamic Capabilities and Strategic Management, *Strategic Management Journal* Vol.18;7.
- The Trustees Of Indiana University, 2004 ; *Multinomial Logit Regression* ,URL/ Statmath/ sta/all/ cat/ 2cl.html. 21.
- Varadarajan, P.R. and Ramanujam 1987, Diversification and Performance : A reexamination using a new two dimensional conceptualization of diversity in firms, *Academy of Management Journal*, 30, pp. 380-393.
- Varadarajan, P.R. and Ramanujam, 1986 Product diversity and firm performance : An empirical investigation, *Journal of Marketing*, 50, pp. 43-57
- Vergin, Roger C., 1998, An examine of inventory turnover in the Fortune industrial companies, *Management Journal*. Alexandria: First Quarter 1998. Vol. 39, Iss. 1.
- Vilasuso, Jon ; Minkler, Alanson, 2001 ; Agency costs, asset specificity, and the capital structure of the firm, *Journal of Economic Behavior & Organization* Vol. 44. pp. 55 – 69.
- Villalonga, Balen, 2004, Does Diversification Cause The "Diversification Discount"? *Financial Management*, Summer pp. 5-27.
- Ward, P.T., Duray, R., 2000, Manufacturing Strategy in Context : Environment Competitive Strategy and Manufacturing Strategy, *Journal Of Operations Management*, 18 Pp 123 - 138
- Wernerfelt, Birger , 1984. A Resources based view of the firm, *Strategic Management Journal*, Vol 5(2), pp. 171-180.
- Weston J. Fred, & Jawien, Piotr S. & Levitas E. James, 1998 ; Restructuring and Its Implications for Business Economics, *Business Economics*.
- Weston, J.F. and S.K. Mansinghka, 1971 ; Test of the efficiency performance of conglomerate firms, *Journal Of Finance* , vol 26.
- Wheelen, Thomas L. & Hunger J.David, 2000 ; *Strategic Management Business Policy*, 7th edition, Prenticehall.
- Whited T. M., 2001 Is It Inefficient Investment That Causes The Diversification Discount? *The Journal of Finance* Vol. LVI No. 5. pp 1667-1691.
- Williamson, O.E., 1975 ; Markets and Hierarcies : Analysis and antitrust implications, New York, Free Press.
- Williamson, O.E., 1979 ; Transaction cost economics : The governance of contractual relations, *Journal Of Law and Economocs*.
- Williamson, Oliver E., 1989, The Firm, The Market, And The Law, *California Law Review*, Vol. 77 Issue 1, P223, 9p.
-Capital Market Directory 1991 s/d 2004 Bursa Efek Jakarta
-Data Statistik Industri Besar dan Menengah 1980 s/d 2002, (tidak dipublikasikan) *Badan Pusat Statistik Indonesia*.
-Prospektus Perusahaan Go Publik, Financial and Consolidation Report, dan Interim Report, *Data Base Bursa Efek Jakarta*.
-Statistik Industri Besar dan Menengah 2002, *Badan Pusat Statistik Indonesia*, Jakarta 2002