

# **Peran *Financing Mix* sebagai Mediasi Pengaruh Diversifikasi Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris *Secondary Sectors* di Bursa Efek Indonesia)**

**H.M.A. Rasyid Hs. Umrie  
Yuliani**

## **ABSTRACT**

Diversification is a strategic choice with long-term implication on the subject matter. There are diverse fundamental theories which discuss diversification, namely Market Power View, Resources Based View, Internal Transaction Cost, and Agency Theory. The results of previous some researches show that there are different perspectives on the significance of diversification on company value. Involving factors as financing mix as a mediating factor of diversification on company value. This research aims at describing and analyzing the role of diversification on company value, diversification on financing mix, financing mix on company value and financing mix as a mediating variable of diversification on company value. This research was conducted in secondary sectors of Indonesian Stock Exchange in 2006-2010. Based on the criteria of the defined population, the sampling method applied in this research is saturation sampling, as known as census. The number of sample for this research is eighteen (18) companies with 72 analysis of unit. Analysis method to be used is Smart PLS Ver 2.0 M3. The result of research shows that business diversification gives significant influence on the level of the company value, the higher diversification carried the greater use of financing mix, but the use of high financing mix lowers the company value, then it was found that financing mix acts as a partial mediating influence on diversification on company value. The researcher gives strong recommendation for company to increase the business growth to attract more prospective investors.

Key words: Diversification, Financing Mix, Company Value.

## **ABSTRAK**

Diversifikasi merupakan pilihan strategis perusahaan berimplikasi jangka panjang. Beberapa teori diversifikasi meliputi *Market Power View*, *Resources Based View*, *Internal Transaction Cost* dan *Agency Theory*. Hasil penelitian terdahulu menunjukkan masih terdapat variasi mengenai pengaruh diversifikasi terhadap nilai perusahaan, hal ini dipandang sebagai kesenjangan penelitian. Kesenjangan tersebut diisi dengan *financing mix* sebagai variabel mediasi pengaruh diversifikasi terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan dan menganalisis pengaruh diversifikasi terhadap nilai perusahaan, pengaruh diversifikasi terhadap *financing mix*, pengaruh *financing mix* terhadap nilai perusahaan dan peran mediasi *financing mix* dalam memengaruhi diversifikasi terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini dilakukan pada *secondary sectors* di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode pengamatan 2006-2010. Berdasarkan kriteria populasi yang ditetapkan, metode pengambilan sampel adalah sampel jenuh atau sensus. Sampel penelitian 18 perusahaan dengan unit analisis 72. Metode analisis data yaitu Smart PLS Ver 2.0 M3. Temuan penelitian adalah semakin luas perusahaan melakukan diversifikasi maka nilai perusahaan semakin meningkat, semakin tinggi diversifikasi yang

dilakukan maka penggunaan *financing mix* semakin besar, tetapi penggunaan *financing mix* yang tinggi menurunkan nilai perusahaan, selanjutnya ditemukan bahwa *financing mix* berperan sebagai *partial mediasi* memengaruhi diversifikasi terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini merekomendasikan manajemen perusahaan harus mampu meningkatkan pertumbuhan sehingga dapat memberikan sinyal positif kepada calon investor.

Kata Kunci : Diversifikasi, *Financing Mix*, Nilai Perusahaan

---

### **H.M.A. Rasyid Hs. Umrie**

Staf pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya Sarjana Ekonomi (FE-Unsri); menyelesaikan pendidikan S1 FE-Unsri tahun 1983; pendidikan S2 Central Missouri State University, USA tahun 1989. Alamat kontak: Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya, Jl. Raya Prabumulih Zona A, Inderalaya-OI-Palembang-Sumatera Selatan. Telp.: (0711) 580964, 580321; Fax.: (0711) 580964; Email: rasyid.umrie@gmail.com.

### **Yuliani**

Staf pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya Sarjana Ekonomi (FE-Unsri); menyelesaikan pendidikan S1 FE-Unsri tahun 1995; pendidikan S2 Program Magister Manajemen Universitas Sriwijaya tahun 2007; pendidikan S3 Universitas Brawijaya tahun 2013. Alamat kontak: Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya, Jl. Raya Prabumulih Zona A, Inderalaya-OI-Palembang-Sumatera Selatan. Telp.: (0711) 580964, 580321; Fax.: (0711) 580964; Email: yuliasyapril@yahoo.com.

## **1. PENDAHULUAN**

### **1.1. Latar Belakang**

Perusahaan melakukan diversifikasi bertujuan untuk memperluas usahanya dengan membuka beberapa unit bisnis atau anak perusahaan baru baik dalam lini bisnis yang sama dengan yang sudah ada (*related*) maupun dalam unit bisnis yang berbeda dengan bisnis inti (*unrelated*). Perusahaan memilih melakukan diversifikasi ketika menghadapi persaingan yang sangat ketat dan pertumbuhan pasar yang semakin cepat karena dipicu revolusi dan globalisasi. David (2003: 167-170) menyatakan bahwa pengembangan bisnis baru yang berbeda dengan bisnis yang ada dan melibatkan sejumlah investasi disebut diversifikasi. Saat sebuah perusahaan memilih untuk melakukan diversifikasi operasinya dari satu menjadi beberapa industri diartikan bahwa melakukan strategi tingkat perusahaan (Hitt *et al.*, 2011: 158-159).

Dilihat dari karakteristik perusahaan yang ada di Indonesia, banyak perusahaan terutama yang sudah menjadi perusahaan *go public* merupakan bagian dari kelompok bisnis. Bentuk usaha konglomerasi yang dibangun dari perusahaan keluarga merupakan ciri khas perusahaan menengah dan besar di Indonesia. Seiring dengan perkembangan bisnis keluarga, mereka banyak berekspansi kedalam usaha yang bahkan sama sekali berbeda dengan bisnis semula. Sebelum krisis moneter kedudukan konglomerat menjadi kuat karena konsentrasi kekuatan ekonomi Indonesia berada di tangan sekelompok kecil konglomerat besar. Datangnya krisis moneter banyak membuat konglomerat menjadi goyah kedudukannya dengan banyaknya perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dan bangkrut. Meskipun demikian, pada masa sekarang setelah krisis moneter mereda,

masih banyak perusahaan yang tetap berada dibawah lingkungan kelompok konglomerat. Perusahaan tersebut biasanya dipimpin oleh sebuah *holding company* yang membawahi berbagai anak perusahaan yang tersebar dalam berbagai segmen usaha. Dengan kata lain, perusahaan-perusahaan tersebut pada umumnya merupakan perusahaan yang terdiversifikasi.

Penelitian-penelitian tentang diversifikasi dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan masih memperdebatkan apakah diversifikasi dapat membawa manfaat ataupun justru membawa dampak negatif terhadap nilai perusahaan. Penelitian-penelitian yang mengemukakan bahwa diversifikasi meningkatkan nilai perusahaan yaitu: 1) Peningkatan profitabilitas lebih tinggi secara rata-rata bagi perusahaan yang melakukan diversifikasi *related* dibandingkan perusahaan yang tidak terdiversifikasi (Amit & Livnat, 1988; Rumelt, 1974; Aisjah, 2009). 2) Diversifikasi yang dilakukan perusahaan tidak menurunkan nilai perusahaan (Gomes & Livdan, 2004). 3) Adanya interaksi efek diversifikasi terhadap *diversity* teknologi (Miller, 2004, 2006). 4) Adanya diversifikasi internasional ternyata tidak menghancurkan nilai perusahaan (Santos *et al.*, 2008). 5) Diversifikasi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan di Indonesia (Chakrabarti *et al.*, 2007).

Namun demikian, penelitian tentang pengaruh diversifikasi terhadap nilai perusahaan menemukan hasil yang berkebalikan bahwa: 1) Nilai perusahaan yang terdiversifikasi lebih kecil dibandingkan perusahaan yang beroperasi pada segmen tunggal. Selisih nilai (*value loss*) berkisar 13%-15% dimana selisih nilai akan berkurang jika perusahaan melakukan diversifikasi pada *related diversification* (Berger & Ofek, 1995). 2) Terdapat hubungan negatif antara rasio Tobin's Q terhadap ukuran-ukuran diversifikasi (Lang & Stulz, 1994; Campa & Kedia, 2002; Fukui & Ushijima, 2007). 3) Diversifikasi tidak berpengaruh signifikan terhadap *Excess Value* dan profitabilitas (Harto, 2005; Kusmawati, 2005; Satoto, 2009; Yuliani, 2011). 4) Perusahaan yang melakukan diversifikasi memiliki masalah informasi asimetris dibandingkan perusahaan fokus (Clarke *et al.*, 2004).

Rumelt (1974) menyatakan bahwa dalam melakukan diversifikasi perusahaan perlu mempertimbangkan faktor eksternal dan faktor internal. Tingkat suku bunga, perkembangan pasar modal dan pertumbuhan pasar merupakan indikator faktor eksternal yang memengaruhi kebijakan diversifikasi usaha. Sedangkan profitabilitas, pembayaran dividen, ukuran perusahaan dan pangsa pasar relatif adalah indikator faktor internal yang diprediksi dapat memengaruhi kebijakan diversifikasi usaha. Lebih lanjut Rumelt menjelaskan sumber perbedaan diversifikasi adalah berasal dari faktor lingkungan eksternal. Penyebab perusahaan melakukan diversifikasi karena adanya penurunan kinerja perusahaan yang disebabkan menurunnya pertumbuhan industri. Diversifikasi yang dilakukan akan berdampak pada keputusan pendanaan dalam penelitian ini menggunakan bauran pendanaan (*financing mix*).

Istilah *financing mix* mungkin masih sedikit awam bagi kita tidak terkecuali bagi para peneliti yang tertarik dengan masalah manajemen keuangan korporasi (*corporate financial management*). Pada dasarnya bauran pendanaan merupakan konsep lama yang sudah dikenal oleh pemerhati dan peneliti keuangan. Salah satu keputusan keuangan yang harus dibuat oleh manajer keuangan adalah keputusan pendanaan yang tentunya berhubungan dengan penentuan *financing mix* dan struktur modal yang terbaik. Bauran pendanaan lebih cenderung kepada bagaimana perhatian manajer keuangan dalam menentukan struktur keuangan (*financial structure*) terbaik. Esensi dari *financial structure* adalah bagaimana cara perusahaan mendanai aktivasinya apakah dengan hutang jangka pendek, hutang jangka panjang atau dengan ekuitas, sehingga seluruh sisi kanan neraca memperlihatkan struktur keuangan perusahaan.

Kajian empiris mengenai *financing mix* terhadap nilai perusahaan sepengetahuan peneliti masih sedikit karena penelitian terdahulu lebih banyak fokus pada kajian struktur modal. Bauran pendanaan ini menjadi penting untuk diteliti karena pada dasarnya

pengambilan keputusan dalam bidang pendanaan secara komprehensif akan memperhatikan komposisi hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang serta ekuitas. Penelitian empiris mengenai pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan di Indonesia dilakukan oleh Hasnawati (2005a, 2005b); Kusmawati (2005); Harto (2005); Zaretta & Elizabeth (2006); Umrie *et al.* (2011); Efni (2011) dan Yuliani (2011).

Berdasarkan uraian diatas maka penelitian ini mengakomodir penelitian Lang & Stulz (1994) dan Fukui & Ushijima (2007). Penelitian Lang & Stulz (1994) di Amerika dan Fukui & Ushijima (2007) di Jepang menemukan hasil penelitian yang belum konsisten padahal indikator kinerja perusahaan menggunakan Tobin's Q. Dengan demikian, penelitian ini mengisi celah tersebut dengan menawarkan satu solusi, yaitu mengoperasionalkan *financing mix* sebagai mediasi pengaruh antara diversifikasi terhadap nilai perusahaan. Memasukkan variabel *financing mix* yang relatif masih dalam konsep teoritis dari Gumanti (2007) yang belum teruji secara empiris. Maka penelitian ini menguji secara empiris konsep *financing mix* tersebut yang pada akhirnya dapat memberikan suatu bukti yang akan diuji secara empiris dengan objek pengamatan di perusahaan *go public secondary sectors* di Bursa Efek Indonesia (BEI).

## 1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang diatas, rumusan masalah yang akan dijawab adalah:

1. Apakah diversifikasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah diversifikasi berpengaruh terhadap *financing mix*?
3. Apakah *financing mix* berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
4. Apakah *financing mix* berperan memediasi pengaruh diversifikasi terhadap nilai perusahaan?

## 1.3. Tujuan Penelitian

1. Menjelaskan dan menganalisis pengaruh diversifikasi terhadap nilai perusahaan.
2. Menjelaskan dan menganalisis pengaruh diversifikasi terhadap *financing mix*.
3. Menjelaskan dan menganalisis pengaruh *financing mix* terhadap nilai perusahaan.
4. Menjelaskan dan menganalisis peran *financing mix* sebagai mediasi pengaruh diversifikasi terhadap nilai perusahaan.

## 2. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### 2.1. Diversifikasi

Beberapa peneliti terdahulu memberikan pengertian diversifikasi diuraikan berikut: Datta *et al.* (1991) mengartikan bahwa diversifikasi sebagai tingkat diversifikasi (*degree of diversification*) adalah dengan merujuk pada keluasan atau tingkat dimana perusahaan menganekaragamkan dirinya ke dalam bisnis, produk atau pasar yang berbeda. Bettis & Mahajan (1985) mendefinisikan bahwa tingkat diversifikasi bisnis adalah penganekaragaman jenis usaha baik yang *related* maupun *unrelated*. Sedangkan Ramanujam & Varadaran (1990) mendefinisikan diversifikasi sebagai masuknya perusahaan ke dalam lini aktivitas bisnis baru melalui pengembangan bisnis internal dan akuisisi. Berdasarkan uraian dari beberapa definisi diversifikasi diatas maka dalam penelitian ini difokuskan pada keluasan perusahaan dalam menganekaragamkan usaha ke dalam beberapa bisnis dimana jenis usaha yang dioperasikan dapat saja pada industri yang berbeda.

Secara umum David (2006) mengelompokkan diversifikasi ke dalam tiga kelompok yaitu: diversifikasi konsentrik (*concentric diversification*), diversifikasi horizontal (*horizontal diversification*) dan diversifikasi konglomerat (*conglomerate diversification*). Pengelompokan diversifikasi ke beberapa versi sudah banyak dilakukan beberapa ahli. Sebagai salah satu pioneer adalah Rumelt (1974) mengembangkan empat

mayor dan sembilan minor kategori diversifikasi. Kategori mayor adalah *single business*, *dominant business*, *related business*, dan *unrelated business*. Kategori minor terdiri dari *single business*, *dominant vertical*, *dominant constrained*, *dominant linked*, *dominant unrelated*, *dominant linked-unrelated*, *related constrained*, *related linked*, *unrelated business*. Kategori-kategori tersebut memberikan spektrum terhadap diversifikasi perusahaan yang secara esensial baik untuk bidang yang terkait maupun tidak terkait.

Terdapat banyak alasan mengapa perusahaan menerapkan diversifikasi sebagai strategi tingkat perusahaan. Kebanyakan perusahaan menerapkan diversifikasi untuk meningkatkan daya saing strategis perusahaan secara keseluruhan. Apabila ini tercapai, maka total nilai perusahaan akan meningkat (Hitt *et al.*, 1997:186-187). Alasan-alasan ini dikategorikan dalam tiga motif yaitu: *pertama*, motif peningkatan nilai yang mencakup lingkup ekonomis, kekuatan pasar dan keuangan yang ekonomis. Motif *kedua*, nilai-netral yang terdiri dari insentif pajak, regulasi *anti-trust*, arus kas masa yang akan datang, pengurangan risiko perusahaan. Motif terakhir adalah devaluasi yaitu diversifikasi risiko pekerjaan manajerial dan peningkatan kompetensi manajerial.

Menurut Montgomery (1994) terdapat tiga perspektif motif diversifikasi perusahaan, yaitu perspektif kekuatan pasar (*Market Power View-MPV*), perspektif sumber daya (*Resources Based View-RBV*), dan perspektif keagenan (*Agency View*). Motif MPV, memandang bahwa kekuatan pasar melihat diversifikasi sebagai alat untuk menumbuhkan pengaruh anti kompetisi yang bersumber pada kekuatan konglomerasi. Ketika perusahaan bertumbuh menjadi besar maka pangsa pasarnya akan semakin besar. Hal ini menyebabkan tingkat konsentrasi industri yang semakin tinggi dan akhirnya akan mengakibatkan berkurangnya kompetisi pasar akibat dominasi usaha. Motif RBV, mendasarkan pada sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan. Diversifikasi dilakukan untuk memanfaatkan kelebihan kapasitas dari sumberdaya yang dimiliki oleh perusahaan secara optimal untuk beroperasi hanya pada satu lini bisnis. Motif *Agency View*, menjelaskan hubungan antara prinsipal dan agen 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 & Meckling, 1976). Dalam konteks konflik kepentingan tersebut, maka diversifikasi sebagai kebijakan perusahaan menjadi kurang optimal. Manager yang melakukan diversifikasi akan mengarahkan diversifikasi sesuai dengan kepentingannya.

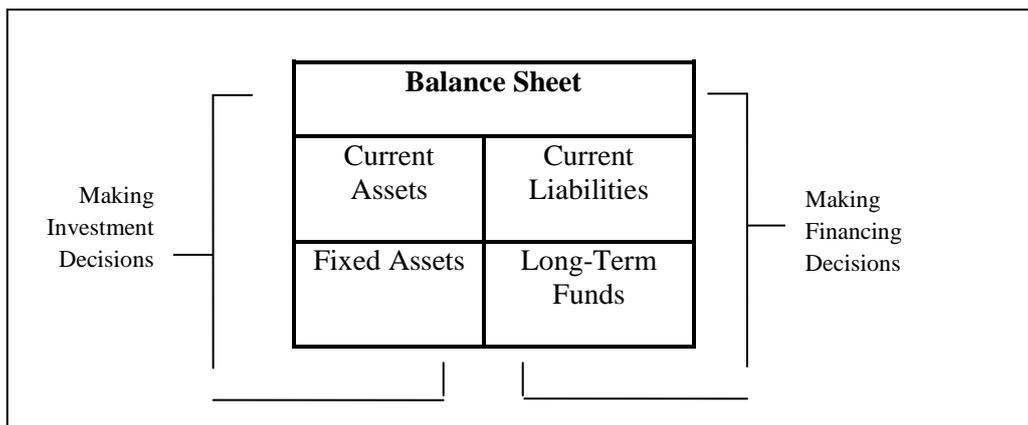
## **2.2. Financing Mix**

*Financing mix* menggambarkan perusahaan dalam membuat keputusan pendanaan apakah menggunakan hutang jangka pendek, jangka panjang atau ekuitas. Pendanaan mencakup dana jangka pendek dan jangka panjang, dimana jangka pendek didefinisikan sebagai pendanaan yang kurang dari satu tahun atau kurang dari satu siklus bisnis, sedangkan jangka panjang lebih dari satu periode bisnis (Hanafi & Halim, 2009:4).

Menurut Gitman (2003:13) mengemukakan bahwa “..... *financing decision determine both the mix and the type of financing used by the firm.*” Sedangkan Gumanti (2007) menjelaskan bahwa “*financing mix is the way a company manages its right side components of the balance sheet. A company may have different composition of its financing and it depends on many aspects. One aspect that could affect a company's decision of its financial structure is its life cycle*”. Penjelasan ini dimaknai bahwa bauran pendanaan tersebut merupakan bagaimana cara perusahaan dalam mengelola komponen *pasiva* di neraca. Sisi kanan neraca menggambarkan sumber dana yang dimiliki perusahaan atau disebut struktur finansial. Ulasan tentang hubungan antara perimbangan (*trade-off*) utang–ekuitas (*debt-equity*) maka Gumanti menghubungkan dengan lima siklus hidup perusahaan (pendirian, ekspansi, tinggi, kedewasaan dan penurunan). Alasan yang dikemukakan bahwa setiap tahapan siklus kehidupan perusahaan maka pola pendanaan akan berbeda dan dapat diidentifikasi.

Sartono (2001: 225) menyatakan struktur modal adalah perimbangan jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Sementara itu struktur keuangan adalah perimbangan antara total hutang dengan modal sendiri. Dengan kata lain, bahwa struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan. Weston & Copeland (1995) juga berpendapat bahwa: *“Financial structure refers to the way the firm’s assets are financed. Financial structure is represented by the entire right-hand side of the balance sheet. It includes short-term. Debt and long-term debt as well as shareholder’s equity. Capital structure or the capitalization of the form is the permanent financing represented by long-term debt, preferred stock, and shareholder’s equity. Thus, a firm’s capital structure is only part of financial structure.*

Definisi diatas tampak bahwa yang dimaksud dengan struktur keuangan adalah perpaduan dari seluruh item yang ada di sisi kanan neraca perusahaan yang mencerminkan pendanaan aktiva secara keseluruhan. Gambar 1. terlihat bahwa tugas seorang manajer keuangan dalam membuat keputusan pendanaan dan keputusan investasi. Gambar diatas juga memperlihatkan struktur finansial dan struktur kekayaan, dimana dalam hubungan kedua struktur tersebut dikenal adanya pedoman atau aturan struktur finansial yang konservatif baik yang vertikal maupun horizontal (Riyanto, 1995:23).



Sumber: Gitman (2003:13 )

**Gambar 1. Peranan Manajer Keuangan dalam Keputusan Keuangan**

### 2.3. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah *present value* dari *cash flow* yang diharapkan dan *discount rate* pengembalian yang mencerminkan baik risiko perusahaan dan *financing mix* yang digunakan. Tujuan normatif perusahaan adalah maksimum nilai perusahaan telah dikemukakan Ross, *et al.* (2005: 14): *“The goal of financial management is to maximize the shareholder’s wealth by taking action that increase the current value per share of exiting stock of the firm”* yang dapat diartikan bahwa tujuan manajemen keuangan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dengan mengambil tindakan pada peningkatan nilai per lembar saham sekarang dari saham yang ada.

Damodaran (2006: 6) juga menjelaskan bahwa fungsi tujuan dalam keuangan perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan, yang dikaitkan dengan tiga keputusan keuangan perusahaan yaitu investasi, pendanaan dan keputusan dividen. Hubungan antara keputusan-keputusan tersebut dan nilai perusahaan adalah: *“the value of*

*a firm is the present value of its expected cash flows, discounted back at a rate that reflects both the riskiness of the projects of the firm and the financing mix used to finance them*". Dalam pengertian Damodaran bahwa nilai perusahaan dalam tercermin pada nilai sekarang dari aliran kas yang diharapkan, tingkat pengembalian yang merefleksikan risiko suatu proyek perusahaan dan bauran pendanaan yang digunakan untuk membiayai kegiatan tersebut.

Nilai total perusahaan merupakan jumlah dari kedua komponen nilai yaitu nilai pasar saham ditambah dengan pasar hutang (Safieddine & Titman, 1999). Nilai pasar saham dapat dipandang dari berbagai segi permintaan, penawaran, dan faktor-faktor eksternal seperti efisiensi pasar, tingkat bunga, tingkat inflasi, maupun nilai kurs. Ukuran kekayaan pemegang saham memfokuskan pada kinerja saham perusahaan dan mencoba menentukan berapa kenaikan kekayaannya dari satu periode ke periode berikutnya berdasarkan dividen yang diterima (Bacidoere, *et al.* 1997).

#### **2.4. Hipotesis Penelitian**

Menurut Hokisson & Hitt (1990) mengenai pengaruh diversifikasi terhadap kinerja perusahaan berbentuk non linier, yaitu semakin tinggi derajat diversifikasi kinerja semakin menurun. Palich *et al.* (2000) menunjukkan, hubungan diversifikasi dan kinerja dapat bersifat linier dan non linier. Adanya hubungan linear antara diversifikasi dan kinerja telah dijelaskan dengan pendekatan MBV bahwa diversifikasi bisnis dapat meningkatkan *market power* sehingga lebih mudah untuk melakukan praktek-praktek penentuan harga, dan melakukan subsidi silang diantara bisnis, sehingga dengan diversifikasi mengeksplorasi sinergi ekonomis. Sedangkan non linier dapat dijelaskan bahwa diversifikasi bisnis dapat menyebabkan kesulitan dalam pengendalian sehingga dengan diversifikasi yang tinggi dapat akan mengakibatkan *marginal cost* yang semakin besar, sehingga diversifikasi yang tinggi menyebabkan penurunan nilai perusahaan.

Pendapat Murkherjee (1998) menjelaskan bahwa kesuksesan diversifikasi ditentukan oleh kondisi awal perusahaan. Dalam penelitian empiriknya menemukan kesuksesan kinerja tahun sebelumnya memengaruhi kinerja diversifikasi. Montgomery (1994) menjelaskan bahwa latar belakang perusahaan melakukan diversifikasi karena beberapa alasan yaitu ingin menguasai pasar artinya *market share* yang mampu dikuasai lebih besar, alasan lainnya adalah mengoptimalkan sumber daya yang ada. Montgomery (1994) menyatakan bahwa perusahaan melakukan diversifikasi, pertama kali akan berusaha menggunakan asetnya yang berlebih ke pasar terdekat yang dapat dimasuki. Jika masih ada kapasitas berlebih yang tersisa, perusahaan akan masuk ke pasar yang lebih dalam. Tetapi jika aset yang digunakan dalam pasar yang terlalu jauh dengan pasar yang ada sekarang, perusahaan akan kehilangan keunggulan kompetitifnya dan mendapatkan keuntungan yang rendah. Berdasarkan uraian diatas maka rumusan hipotesis pertama adalah:

#### **Hipotesis 1: Semakin luas perusahaan melakukan diversifikasi maka nilai perusahaan semakin meningkat**

Berdasarkan teori struktur modal Modigliani & Miller (1958) menyatakan, bahwa struktur modal dapat meningkatkan nilai, dan tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dalam pasar sempurna. Teori tersebut sejalan dengan Jensen & Meckling (1976) menyatakan, bahwa perusahaan dengan leverage yang lebih tinggi ada kecenderungan untuk mengurangi derajat investasi dan memaksimalkan nilai perusahaan. Leverage dapat ditunjukkan dengan rasio antara total hutang dan total asset (*debt to total asset*) atau rasio antara total hutang terhadap total equity (*debt to equity*).

Penelitian O'Brien (2003) menunjukkan, semakin tinggi posisi hutang dalam perusahaan maka semakin tinggi *profitability*. Lebih lanjut Born & Mc Williams (1997) menunjukkan hutang dalam perusahaan sebagai instrumen *signaling* untuk memprediksi besarnya hutang atau ekuitas sebagai *signal* terhadap besar kecilnya FCF perusahaan.

Barney (2002) menyatakan bahwa, motivasi untuk melakukan diversifikasi untuk mengurangi risiko atau untuk mengatasi *low cost* dengan pemanfaatan hutang. Sedangkan Campa & Kedia (2002) menyimpulkan bahwa diversifikasi memiliki hubungan dengan besarnya leverage. Rumusan hipotesis kaitan diversifikasi dan penggunaan hutang dalam perusahaan adalah:

**Hipotesis 2 : Semakin tinggi diversifikasi maka penggunaan *financing mix* perusahaan semakin tinggi.**

*Financing mix* merupakan pengelolaan di sisi pasiva neraca atau menggambarkan struktur keuangan perusahaan dalam memenuhi total aktiva yang ada. Bauran pendanaan ini menekankan perusahaan untuk menggunakan semua kewajiban jangka pendek untuk membiayai aktiva ataukah semua kewajiban jangka panjang ataukah semua ekuitas. Pada saat perusahaan dihadapkan dengan kesempatan investasi, menurut *pecking order hypothesis*, urutan pembiayaan perusahaan adalah *internal financing*, hutang dan equity. Tetapi berdasarkan *trade-off theory*, untuk membiayai kesempatan investasi, perusahaan akan lebih memilih hutang karena hutang cenderung mengurangi *cost of capital* perusahaan sehingga struktur keuangan optimum akan tercapai.

Studi empirik yang menguji *financing mix* terhadap nilai perusahaan diperoleh bahwa hutang memiliki nilai strategis dan berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Fama & French, 1998). Dalam hubungannya dengan kasus di Indonesia bahwa perusahaan manufaktur dalam kondisi adanya kesempatan investasi, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan (Sulastrri, 2006) sepanjang *agency cost* dan *bankruptcy cost* lebih rendah dari *return* investasi. Nilai perusahaan akan turun jika *Debt to Equity Ratio* (DER) diumumkan, dimana DER akan menunjukkan kondisi FCF positif. Oleh karena itu, mungkin saja perusahaan memiliki DER negatif (indikasi nilai FCF yang rendah) namun adanya rasa *optimistic* terhadap *future value*, atau mengharapkan  $NPV > 0$ . Berdasarkan uraian ini maka rumusan hipotesis yang diajukan adalah:

**Hipotesis 3 : Semakin tinggi penggunaan *financing mix* maka nilai perusahaan akan semakin tinggi.**

Barney (2002) menunjukkan sumber *competitive advantage* pada finansial asset adalah *financial structure* yang meliputi perimbangan *debt-equity ratio* termasuk juga *capital structure*, *retained earning* dan FCF. Berkaitan dengan *financing mix* diartikan bahwa jika manajer perusahaan dapat menentukan dengan tepat aktiva akan didanai dengan sumber yang tepat karena berkaitan dengan *cost of debt* maka nilai perusahaan akan meningkat. Alasan-alasan dilaksanakannya diversifikasi yang diungkapkan oleh Hitt, *et al* (2011: 187) bahwa untuk melaksanakan diversifikasi dibutuhkan *capital* yang besar. Hal ini juga dikuatkan oleh kondisi yang harus dipenuhi oleh perusahaan sebagaimana yang dikatakan oleh David (2003:170), bahwa perusahaan harus memiliki *capital* dan tenaga manajerial yang dapat digunakan untuk menghadapi persaingan. *Capital* tersebut dapat diperoleh dari sumber dana internal dan sumber dana eksternal.

Penelitian Weill (2002) mengatakan bahwa hutang dapat mengurangi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham, mengendalikan penggunaan kas dari tindakan investasi manajer yang tidak produktif, dan memotivasi manajer untuk bekerja lebih keras sehingga perusahaan dapat memelihara laba yang dicapai. Melihat dampak dari hutang terhadap manajer maka hal ini menunjukkan adanya pengaruh positif dari adanya hutang dalam perusahaan yang melaksanakan diversifikasi dalam mencapai kinerja yang bagus. Rumusan hipotesis keempat adalah:

**Hipotesis 4 : Diversifikasi perusahaan akan semakin tinggi dan mampu meningkatkan nilai perusahaan melalui *financing mix* .**

### 3. METODE PENELITIAN

#### 3.1. Pendekatan Penelitian

Jenis penelitian adalah *explanatory research* bertujuan untuk mendapatkan penjelasan mengenai kausalitas antar variabel melalui pengujian hipotesis. Pendekatan penelitian dilakukan pada bidang penelitian sosial pada ranah manajemen khususnya manajemen keuangan dengan paradigma *positivistme*.

#### 3.2. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi target penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang termasuk dalam *secondary sectors* BEI yang meliputi *basic industry and chemicals* (6 sub sektor), *miscellaneous industry* (3 sub sektor), *consumer good industry* (5 sub sektor) dengan periode pengamatan tahun 2006-2010. Objek pengamatan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang tercatat berdasarkan laporan tahunan BEI tahun 2010 berjumlah 136 emiten.

Adapun perusahaan yang memenuhi kriteria populasi yang meliputi: (1) Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan *audited* selama tahun 2006-2010. Hal ini untuk verifikasi tahap awal kelengkapan data dan variabel yang digunakan. (2) Perusahaan membukukan *Earning Before Interest and Tax* (EBIT) positif. Kriteria ini diperlukan untuk menghitung nilai buku pasar saham. (3) Perusahaan membukukan *retained earning* positif. Jika besaran *retairned earning* negatif diartikan perusahaan tidak memiliki tambahan modal dari sumber dana intern. (4) Perusahaan memiliki saldo ekuitas yang positif. Kriteria ini untuk menghindari bias dalam perhitungan rasio jika ekuitas negatif. (5) Perusahaan memiliki lebih dari satu jenis usaha dan dilaporkan dalam catatan laporan keuangan selama tahun 2006-2010. Kriteria ini untuk mengetahui diversifikasi yang dilakukan perusahaan selama periode pengamatan. Adapun perusahaan yang memenuhi kriteria disajikan dalam Tabel 1:

**Tabel 1. Kriteria Populasi Penelitian**

No	Kriteria	Jumlah Perusahaan
1.	Jumlah emiten pada <i>secondary sectors</i>	136
2.	Dikeluarkan karena LK tidak lengkap	(13)
		123
3.	Dikeluarkan karena EBIT negatif	(46)
		77
4.	Dikeluarkan karena <i>Retained Earning</i> negatif	(8)
		69
5.	Dikeluarkan karena ekuitas negatif	(47)
		22
6.	Dikeluarkan karena hanya memiliki satu jenis usaha	(4)
<b>Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria</b>		<b>18</b>

Sumber: Laporan Tahunan Bursa Efek Indonesia, 2006-2010

Berdasarkan kriteria diatas yang ditetapkan untuk menjamin validitas internal, maka dapat dihasilkan populasi yang memenuhi kriteria sebanyak 18 perusahaan. Penelitian ini menggunakan sampel jenuh (sensus) dengan unit analisis adalah data panel sehingga jumlah observasi sebanyak 90 kasus.

Berdasarkan sumber data maka penelitian ini menggunakan data sekunder. Data tersebut diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) mulai tahun 2006-2010 baik *softcopy* maupun *hardcopy*. Metode pengumpulan data penelitian ini dengan cara mengakses internet dengan membuka website resmi Bursa Efek Indonesia. Dokumen lain yang digunakan *IDX Fact Book* 2006-2010, *Annual Report* 2006-2010, *IDX Monthly* Januari-Desember dari tahun 2006-2010.

### 3.3. Definisi Operasional Variabel

**Tabel 2. Definisi Operasional Variabel Penelitian**

Variabel	Indikator	Pengukuran
Diversifikasi ( $\gamma_1$ ) Adalah keluasan perusahaan dalam menganekaragamkan usaha ke dalam beberapa bisnis dimana jenis usaha yang dioperasikan dapat saja pada industri yang berbeda. Variabel ini merujuk pada perspektif Montgomery (1994)	<i>Market Share</i>	<i>Sales/sales industry</i>
	<i>Free Cash Flow</i>	<i>Retained earning+depreciation+amortization</i>
	<i>Size</i>	<i>Ln TA</i>
	<i>Compensation</i>	<i>Remuneration paid to the boards of commissioners and directors</i>
<i>Financing Mix</i> ( $\gamma_1$ ) Mencerminkan <i>financial structure</i> yaitu kemampuan perusahaan dalam mendanai aktiva yang ada dengan menggunakan hutang jangka pendek, jangka panjang dan ekuitas (MacKay, 2003)	<i>Financial Leverage</i>	<i>Total Debt/Total Assets</i>
	<i>Maturity Structure</i>	<i>Long Term Debt/Total Debt</i>
	<i>Credit Structure</i>	<i>Public Debt/Total Debt</i>
Nilai Perusahaan ( $\gamma_2$ ) Merupakan ukuran keberhasilan manajemen dalam operasi masa lalu dan prospek di masa yang akan datang (Damodaran, 2006)	<i>Tobin's Q</i>	<i>(OSxSP)+(D+I)-CA/TA</i>
	<i>ROIC</i>	<i>EBIT/EQUITY</i>

### 3.4. Analisis Data

Metode analisis adalah statistik inferensial menggunakan analisis kausalitas *Structural Equation Model* (SEM) yang berbasis *component* atau *variance* yang terkenal dengan *Partial Least Square* (PLS). Penelitian ini menggunakan *software* SmartPLS Versi 2.0 M3. Selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis dengan menggunakan langkah-langkah sebagai berikut:

#### 1. Analisis model meliputi:

- A. Uji asumsi linearitas, digunakan untuk mengetahui apakah model telah tepat dalam menggambarkan hubungan antar variabel yang diteliti sehingga dikategorikan ke dalam model yang baik. Input untuk pengujian linearitas adalah memasukkan variabel independen dan dependen kemudian diolah dengan SPSS. Kesimpulan dikatakan linear jika tingkat signifikansi lebih kecil dari 5% ( $p < 0,05$ ).
- B. Uji *outer model* (*measurement model*), digunakan untuk mengukur indikator reflektif dan formatif. Indikator formatif dalam penelitian ini terdapat pada diversifikasi, sedangkan *financing mix* dan nilai perusahaan adalah indikator reflektif. Untuk indikator formatif didasarkan pada *substantif content* yaitu dengan membandingkan besarnya *relative weight* dan signifikansi ukuran *weight*. Sedangkan indikator reflektif didasarkan pada faktor *loading*. Faktor *loading*  $> 0,70$  sangat direkomendasikan, namun demikian nilai faktor *loading* 0,50-0,60 dianggap cukup (Solimun, 2010: 177).

#### 2. Pemeriksaan *Goodness of Fit Inner Model*

*Goodness of Fit Inner Model* struktural pada PLS berupa nilai *Q-Square predictive relevance* ( $Q^2$ ) yang dihitung berdasarkan nilai  $R^2$  masing-masing variabel dependen IOS dan nilai perusahaan. Perhitungan  $Q^2$  dilakukan dengan rumus:

$$Q^2 = 1 - (1 - R_1^2) (1 - R_2^2) \dots (1 - R_p^2)$$

Keterangan:  $R_1^2, R_2^2, \dots, R_p^2$  adalah *R-Square* variabel endogen dalam model persamaan. Besaran  $Q^2$  memiliki nilai rentang  $0 < Q^2 < 1$ , dimana semakin mendekati 1 berarti model semakin baik.

### 3. Pengujian hipotesis: pengaruh langsung dan mediasi

Pengujian hipotesis secara langsung dilakukan variabel diversifikasi terhadap nilai perusahaan. Keputusan apakah signifikan atau tidak berdasarkan *p-value* lebih kecil dari 5%. Sedangkan pengujian pengaruh tidak langsung bertujuan untuk mengetahui kedudukan variabel *financing mix* sebagai mediasi. Untuk mengetahui jenis variabel mediasi *financing mix* apakah *partial mediation, complete mediation* atau bukan sebagai variabel mediasi maka dilakukan pemeriksaan sebagai berikut:

- Langkah 1 : Menganalisis dan memeriksa pengaruh langsung variabel diversifikasi terhadap nilai perusahaan dengan melibatkan variabel *financing mix* (a)
- Langkah 2 : Menganalisis dan memeriksa pengaruh variabel diversifikasi terhadap variabel nilai perusahaan tanpa melibatkan variabel *financing mix* (b)
- Langkah 3 : Memeriksa pengaruh variabel diversifikasi terhadap variabel *financing mix*(c)
- Langkah 4 : Memeriksa pengaruh variabel *financing mix* terhadap variabel nilai perusahaan (d)

## 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

### 4.1. Uji Linearitas

Adapun hasil pengujian kecocokan model dilakukan untuk mengetahui apakah model yang diperoleh telah tepat dalam menggambarkan hubungan antar variabel yang sedang diteliti sehingga dapat dikategorikan kedalam model yang baik. Pendekatan yang digunakan adalah *Curve Fit*, dengan kaidah keputusan merujuk pada konsep *parsimony*, yaitu bilamana seluruh model yang digunakan sebagai dasar pengujian adalah signifikan atau tidak signifikan atau fungsi linear signifikan berarti model dikatakan linear. Tabel 3 tampak bahwa semua bentuk hubungan antar variabel dalam model struktural adalah linear. Dengan demikian asumsi linearitas pada model struktural ini telah terpenuhi.

**Tabel 3. Hasil Pengujian Asumsi Linearitas**

Variabel Eksogen	Variabel Endogen	Hasil Pengujian ( $\alpha=0.05$ )	Keputusan
Diversifikasi	Nilai Perusahaan	Model Linear Signifikan	Linear
Diversifikasi	<i>Financing Mix</i>	Semua Model Tidak Signifikan	Linear
<i>Financing Mix</i>	Nilai Perusahaan	Model Linear Signifikan	Linear

Sumber: Diolah dari data sekunder

### 4.3.2. Uji Model Pengukuran

Pemeriksaan terhadap pengukuran model adalah dengan interpretasi terhadap *outer loading* dan atau *outer weight* yang diperuntukkan bagi indikator baik formatif maupun reflektif untuk mengukur indikator yang paling kuat atau dominan atau dalam penelitian ini menggunakan *fit*. Penelitian ini menggunakan tiga variabel laten dengan sembilan indikator. Variabel laten diversifikasi adalah indikator yang bersifat formatif sedangkan variabel *financing mix* dan nilai perusahaan adalah indikator yang bersifat reflektif. Pemeriksaan untuk indikator formatif didasarkan pada *outer weight* lalu dibandingkan dengan *p value* pada alpha 5%. Sedangkan indikator reflektif didasarkan pada *outer loading* lalu dibandingkan dengan *p value* pada alpha 5%. Pemeriksaan ini dilakukan untuk mengidentifikasi indikator apa yang paling penting dan dominan atau *fit* dalam membentuk atau mencerminkan masing-masing variabel laten.

**Tabel 4 Hasil Pengujian Indikator Variabel Penelitian**

Variabel	Indikator	<i>Outer</i>	<i>Outer</i>	<i>P-</i>	Keputusan
----------	-----------	--------------	--------------	-----------	-----------

		Weight	Loading	Value	
Diversifikasi	Market Share (MS)	0,343		0,000	Fit
	Free Cash Flow (FCF)	-0,696		0,000	Tidak Fit
	Size	1,150		0,000	Fit
	Compensation	-0,429		0,049	Tidak Fit
FM	Financial Leverage		0,625	0,000	Fit
	Maturity Structural		0,391	0,000	Fit
	Credit Structure		-0,700	0,000	Tidak Fit
NP	Tobin's Q		0,536	0,000	Fit
	ROIC		0,954	0,000	Fit

Sumber: Diolah dari data sekunder

Berdasarkan Tabel 4 terlihat bahwa indikator *fit* yang membentuk variabel diversifikasi adalah *market share* dan *size*. Sedangkan indikator *free cash flow* dan *compensation* diperoleh hasil yang tidak *fit*. Terhadap indikator yang tidak *fit* untuk proses selanjutnya tidak dihilangkan dalam pengukuran variabel diversifikasi karena ciri-ciri dari indikator formatif adalah antar indikator bisa diasumsikan tidak berkorelasi dan menghilangkan (*dropping*) satu indikator berakibat merubah makna dari variabel laten (Solimun, 2010: 94). Jadi menghilangkan satu indikator akan menghilangkan bagian yang unik dari variabel laten diversifikasi dan merubah makna dari variabel laten tersebut.

Sifat variabel *financing mix* adalah reflektif yang mencerminkan *financial leverage*, *maturity structure* dan *credit structure*. Variabel ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mendanai aktiva yang ada dengan menggunakan hutang jangka pendek, jangka panjang dan ekuitas. Tabel 4 terlihat bahwa indikator *financial leverage* dan *maturity structural* adalah *fit* sebagai cerminan dari variabel laten *financing mix*. Indikator yang dominan adalah *financial leverage* sebagai indikator cerminan dari variabel *financing mix*. Indikator *credit structure* dengan *outer loading* yang negatif maka didrop (dihilangkan) untuk proses menganalisis hipotesis.

Variabel laten nilai perusahaan diukur dengan dua pendekatan yaitu berbasis pasar dan berbasis akuntansi sehingga terdapat dua indikator yaitu Tobin's Q dan ROIC. Kedua indikator tersebut bersifat reflektif sebagai cerminan dari nilai perusahaan. Berdasarkan Tabel 4. tampak bahwa semua indikator adalah *fit* sehingga semua indikator dimasukkan dalam proses analisis hipotesis.

#### 4.3.3. Uji Goodness of Fit Model

Pemeriksaan terhadap *Goodness of Fit* berupa nilai *predictive-relevance* ( $Q^2$ ) yang dihitung berdasarkan nilai  $R^2$  masing-masing variabel endogen. Berdasarkan Tabel 5 dapat diketahui bahwa nilai  $Q^2$  sebesar 0,406 atau 40,6%. Artinya model yang digunakan dalam penelitian ini dapat menjelaskan nilai perusahaan sebesar 40,6% sedangkan sisanya 59,4% dijelaskan oleh variabel lain yang belum termasuk ke dalam model penelitian.

**Tabel 5. Nilai R Square Variabel Endogen**

Variabel Endogen	R Square
Financing Mix	0,183
Nilai Perusahaan	0,273
<b>Predictive-relevance (<math>Q^2</math>)</b>	<b>0,406</b>

Sumber: Diolah dari data sekunder

#### 4.3.4. Pengujian Hipotesis

##### 4.3.4.1. Pengujian Langsung

Pengujian langsung dilakukan untuk mengetahui pengaruh diversifikasi terhadap nilai perusahaan. Dasar keputusan hipotesis menggunakan *p value* 5%, jika diperoleh hasil *p value* kurang dari 5% maka hipotesis dinyatakan signifikan dan sebaliknya jika diperoleh hasil *p value* lebih dari 5% maka hipotesis dinyatakan tidak signifikan. Hasil pengujian pengaruh langsung tersaji pada Tabel 6:

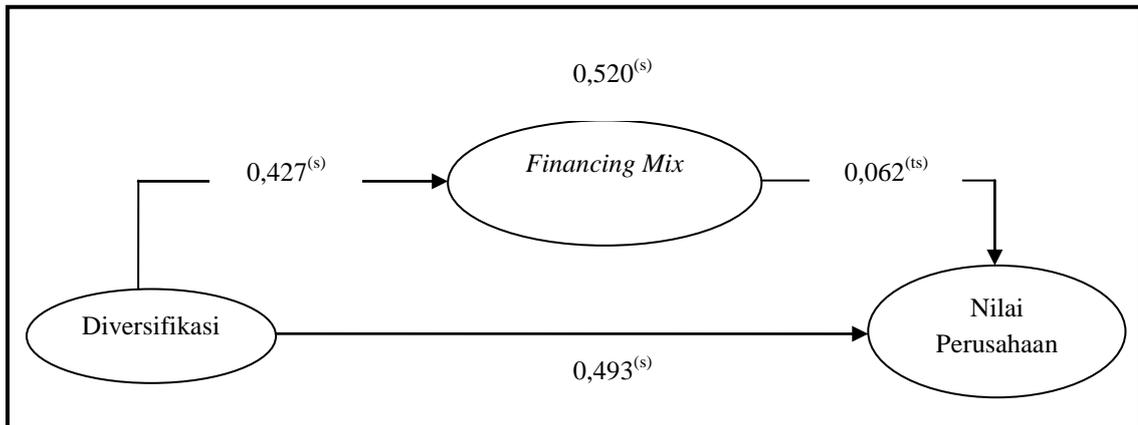
**Tabel 6. Hasil Pengujian Pengaruh Langsung**

Variabel Eksogen	Variabel Endogen	Koefisien Jalur	<i>p-value</i>	Keterangan	Keputusan
Diversifikasi	NP	0,493	0,000	Signifikan	H1 Diterima
Diversifikasi	FM	0,427	0,000	Signifikan	H2 Diterima
FM	NP	0,062	0,183	Tidak Signifikan	H3 Ditolak

Sumber: Diolah dari data sekunder

Keterangan: NP= Nilai Perusahaan; FM= *Financing Mix*; Signifikan pada  $\alpha=5\%$

Berdasarkan Tabel 6 tampak bahwa pengaruh langsung diversifikasi terhadap nilai perusahaan adalah signifikan dan positif dengan besaran koefisien jalur adalah 0,493 dan *p-value* kurang dari 0,05. Pengaruh langsung diversifikasi terhadap FM adalah signifikan dan positif dengan besaran koefisien jalur adalah 0,427 dan *p-value* kurang dari 0,05. Pengaruh langsung FM terhadap nilai perusahaan adalah 0,062 dengan *p-value* lebih besar dari 0,05 sehingga pengaruhnya adalah tidak signifikan. Adapun diagram jalur hasil pengujian hipotesis tampak pada Gambar 2:



Sumber: Diolah dari data sekunder

Keterangan: s= Signifikan; ts= Tidak signifikan

**Gambar 2. Diagram Jalur Hasil Pengujian Hipotesis**

##### 4.3.4.1. Pengujian Variabel Mediasi

Pengujian pengaruh variabel mediasi atau disebut juga pengujian pengaruh tidak langsung bertujuan untuk mengetahui kedudukan variabel mediasi dalam penelitian ini adalah FM. Proses pemeriksaan terhadap variabel FM dalam penentuan jenis mediasi apakah *partial mediation* atau *complete mediation* dilakukan dengan (1) Menghitung koefisien jalur dengan memasukkan variabel FM dalam model empirik dan (2) Menghitung koefisien jalur tanpa memasukkan variabel FM dalam model empirik. Hasil dari kedua langkah ini terlihat pada tabel berikut:

**Tabel 7. Hasil Analisis Uji Mediasi dengan Variabel FM**

		<i>Original sampel estimate</i>	<i>t-statistic</i>	<i>p-value</i>	Keterangan
Diver	→ NP <sup>(a)</sup>	0,493	11,640	0,000	Signifikan

Diver	→	FM <sup>(c)</sup>	0,427	12,791	0,000	Signifikan
FM	→	NP <sup>(d)</sup>	0,062	1,341	0,183	Signifikan

Sumber: Diolah dari data sekunder

**Tabel 8. Hasil Analisis Uji Mediasi Tanpa Variabel FM**

		Original sampel estimate	t-statistic	p-value	Keterangan	
Diver	→	NP <sup>(b)</sup>	0,538	15,000	0,000	Signifikan

Sumber: Diolah dari data sekunder

Berdasarkan Tabel 7 dan Tabel 8 tampak bahwa nilai (c), (d) adalah signifikan dan (b) signifikan dimana koefisien jalur (a) lebih kecil dari koefisien jalur (b) sehingga sifat mediasi pengaruh tidak langsung diversifikasi terhadap nilai perusahaan melalui FM adalah mediasi parsial (*partial mediation*). Hasil pengujian ini berarti bahwa pengaruh diversifikasi secara langsung dapat memengaruhi nilai perusahaan dan dapat pula melalui FM. Sehubungan dengan hasil ini, maka dapat dinyatakan bahwa hipotesis yang menyatakan diversifikasi perusahaan akan semakin tinggi dan mampu meningkatkan nilai perusahaan melalui *financing mix* diterima atau (H4 Diterima).

#### 4.4. Pembahasan Hasil Penelitian

##### 4.4.1. Pengaruh Diversifikasi terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil analisis pengaruh diversifikasi terhadap nilai perusahaan ditemukan signifikan dan positif. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa semakin luas perusahaan sektor sekunder melakukan diversifikasi maka nilai perusahaan semakin meningkat cukup bukti untuk diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa diversifikasi mampu menjelaskan variasi peningkatan nilai perusahaan sektor sekunder di BEI selama Tahun 2006-2010.

Berdasarkan hasil analisis model pengukuran menunjukkan variabel diversifikasi lebih banyak dibentuk oleh *size*. Sementara itu, indikator nilai perusahaan lebih banyak dicerminkan oleh ROIC. Fakta empiris menunjukkan besaran rata-rata *size* sektor sekunder di BEI selama tahun pengamatan adalah 14,005 atau 140% total aktiva setelah di *ln* mampu untuk meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0,493 atau 49,3%. Artinya secara rata-rata perusahaan sektor sekunder di BEI memiliki prospek yang baik atau memiliki nilai yang atraktif di mata investor.

Kenyataan ini menegaskan bahwa alasan perusahaan melakukan diversifikasi dalam perspektif Montgomery (1994) terbukti. Dengan demikian, diversifikasi yang dijalankan perusahaan dapat mendorong terjadi peningkatan nilai perusahaan yang tercermin dalam ROIC. Pendekatan ROIC adalah berbasis fundamental dapat dimaknai bahwa perusahaan terdiversifikasi pada sektor sekunder untuk melakukan diversifikasi akan melihat total aktiva yang ada. Secara fundamental dengan memiliki *aset* yang besar perusahaan memanfaatkan sumber daya secara optimal.

Penelitian ini mendukung Barney (2002) yang menyatakan bahwa rasionalitas perusahaan melakukan diversifikasi dengan motivasi memanfaatkan kelebihan kapasitas dari sumber daya dimiliki oleh perusahaan secara optimal untuk beroperasi lebih dari satu segmen usaha. Beberapa peneliti seperti Amit & Livnat (1988) dan Chakrabarti *et al.* (2002) telah menunjukkan bahwa adanya pengaruh signifikan dan positif antara diversifikasi terhadap nilai perusahaan. Miller (2006) menyimpulkan bahwa hubungan diversifikasi terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang terdiversifikasi sebanyak 192 perusahaan di Amerika adalah signifikan dan positif. Sedangkan di BEI hasil temuan ini sejalan dengan penelitian Aisjah (2009) bahwa diversifikasi memberikan pengaruh signifikan dan positif untuk perusahaan-perusahaan yang terdaftar di pasar modal

Indonesia. Namun temuan penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Lang & Stulz (1994) dan penelitian Fukui & Ushijima (2007) yang menemukan bahwa diversifikasi berpengaruh signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan.

Penjelasan alternatif penyebab terjadi perbedaan arah pengaruh temuan penelitian ini dengan Lang & Stulz (1994) disebabkan karena perbedaan kondisi Pasar Modal Indonesia dan Pasar Modal Amerika yang menjadi kajian dalam penelitian Lang & Stulz (1994). Penelitian Lang & Stulz (1994) mengukur diversifikasi diklasifikasi menjadi tiga yaitu jumlah segmen, indeks herfindahl dari penjualan dan indeks herfindahl dari aset. Sedangkan nilai perusahaan pengukuran yang digunakan Lang & Stulz (1994) adalah sama dengan penelitian ini yaitu menggunakan Tobin's Q.

Penjelasan hasil temuan yang berbeda juga terjadi pada penelitian Fukui & Ushijima (2007) di Jepang dengan objek perusahaan manufaktur bahwa hubungan diversifikasi dan nilai perusahaan adalah signifikan tetapi negatif. Artinya semakin luas jumlah bisnis yang dimiliki perusahaan di Jepang ternyata nilai perusahaan turun. Hal ini dapat dimaknai bahwa kurva hubungan diversifikasi dan nilai perusahaan di Jepang adalah non linear (*curvilinear linkage model*) yang dapat berbentuk *inverted-U model* dan *intermediate model*. Kedua model tersebut terjadi pada perusahaan di Jepang yang kemungkinan terjadi bahwa diversifikasi yang telah dilakukan memiliki batas optimum, artinya saat perusahaan melakukan diversifikasi ternyata tidak menghasilkan manfaat sesuai dengan peningkatan derajat diversifikasi atau bahkan menimbulkan peningkatan sejumlah biaya-biaya misalnya biaya koordinasi karena semakin kompleksnya struktur bisnis perusahaan, kondisi ini disebut *inverted-U model* atau juga terjadi derajat *diminishing return* pada organisasi (Palich *et al.*, 2000) disebut *intermediate linkage model*.

Penelitian ini tidak sejalan dengan temuan Berger & Ofek (1995) bahwa terhadap perusahaan yang melakukan diversifikasi memiliki selisih nilai (*value loss*) berkisar antara 13%-15% akan berkurang dibandingkan dengan perusahaan yang beroperasi pada segmen tunggal. Selain itu, laba operasi yang dimiliki perusahaan yang terdiversifikasi juga lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang fokus atau beroperasi dengan segmen tunggal. Alasan yang dikemukakan Berger & Ofek (1995) bahwa kondisi kinerja keuangan yang lebih rendah antara perusahaan terdiversifikasi dan fokus menyebabkan nilai perusahaan secara keseluruhan menjadi lebih rendah disebabkan jumlah investasi yang berlebihan sehingga pada tahun berikutnya kinerja keuangan perusahaan terdiversifikasi menjadi tidak baik.

Perbedaan hasil temuan dengan objek di Pasar Modal Indonesia dilakukan oleh Sulastris (2006) bahwa diversifikasi memang menurunkan kinerja perusahaan untuk klasifikasi *unrelated business*. Pembagian klasifikasi diversifikasi yang digunakan Sulastris (2006) menggunakan perspektif Rumelt (1974) yang mengembangkan kategori diversifikasi menjadi sembilan dan penelitian Sulastris (2006) menggunakan tiga kategori mayor yaitu *dominant business*, *related business* dan *unrelated business*. Perbedaan pengukuran diversifikasi dengan perspektif yang berbeda sehingga menjadi perbedaan dalam hasil temuan penelitian ini. Selain itu, sifat indikator yang berbeda dimana Sulastris (2006) menggunakan indikator reflektif untuk mengukur diversifikasi sedangkan penelitian ini adalah formatif.

Perbedaan hasil temuan di BEI juga terdapat pada penelitian Kusmawati (2005) dan Harto (2005) dengan situs penelitian yang berbeda. Penelitian Kusmawati (2005) menggunakan situs yang sama dengan penelitian ini tetapi hasil temuan yang berbeda disebabkan pengukuran diversifikasi yang berbeda. Penelitian Kusmawati (2005) mengukur diversifikasi dengan rasio spesialisasi dengan sifat indikator reflektif sedangkan penelitian ini perspektif Montgomery (1994) dan sifat indikator formatif. Sedangkan perbedaan dengan Harto (2005) adalah situs penelitian. Harto (2005) dalam menggunakan situs penelitian pada perusahaan sektor industri properti dan real estate,

infrastruktur dan utilites, perdagangan dan jasa sedangkan penelitian ini adalah sektor sekunder.

#### **4.4.2. Pengaruh Diversifikasi terhadap *Financing Mix***

Hasil analisis pengaruh diversifikasi terhadap *financing mix* ditemukan signifikan dan positif. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa semakin tinggi diversifikasi maka penggunaan *financing mix* akan semakin besar cukup bukti untuk diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa diversifikasi mampu menjelaskan variasi peningkatan *financing mix* di BEI selama Tahun 2006-2010.

Merujuk pada analisis model pengukuran menunjukkan bahwa variabel *financing mix* dicerminkan oleh indikator *financial leverage* yang membandingkan total hutang dengan total aktiva perusahaan. Fakta empiris menunjukkan rata-rata *financial leverage* sektor sekunder di BEI selama tahun pengamatan adalah 0,382 atau 38,2% mampu untuk meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0,493 atau 49,3%. Artinya secara rata-rata perusahaan sektor sekunder di BEI memiliki kemampuan yang cukup tinggi untuk mengembalikan sejumlah investasi.

Hasil penelitian ini memperluas hasil penelitian terdahulu tentang pengaruh signifikan dan positif antara diversifikasi terhadap *financing mix*. Penelitian O'Brien (2003) menunjukkan, semakin tinggi posisi hutang dalam perusahaan maka semakin tinggi *profitability*. Lebih lanjut Born & Mc Williams (1997) menunjukkan hutang dalam perusahaan sebagai instrumen *signaling* untuk memprediksi besarnya hutang atau ekuitas sebagai *signal* terhadap besar kecilnya *free cash flow* perusahaan. Barney (2002) menyatakan bahwa, motivasi untuk melakukan diversifikasi untuk mengurangi risiko atau untuk mengatasi *low cost* dengan pemanfaatan hutang. Sedangkan Campa & Kedia (2002) menyimpulkan bahwa diversifikasi memiliki hubungan dengan besarnya hutang.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan peneliti terdahulu yang banyak dirujuk oleh para peneliti saat ini yang terkenal dengan teori struktur modal Modigliani & Miller (1958) yang menyatakan bahwa struktur modal dapat meningkatkan nilai perusahaan tetapi tidak berpengaruh pada kinerja perusahaan untuk kategori pasar yang sempurna. Teori tersebut sejalan dengan dengan Jensen & Meckling (1976) dan Myers (1977) yang menyatakan, bahwa perusahaan dengan struktur modal yang lebih tinggi ada kecenderungan untuk mengurangi derajad investasi dan memaksimalkan nilai perusahaan.

#### **4.4.3. Pengaruh *Financing Mix* terhadap Nilai perusahaan**

Berdasarkan hasil analisis pengaruh *financing mix* terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan semakin tinggi penggunaan *financing mix* maka nilai perusahaan akan semakin tinggi tidak cukup bukti empiris untuk diterima. Hasil temuan ini menunjukkan bahwa *financing mix* tidak mampu menjelaskan variasi perubahan nilai perusahaan di sektor sekunder selama tahun pengamatan.

Fakta ini merefleksikan bahwa sektor sekunder di BEI memiliki kecenderungan proporsi *financial leverage* yang tinggi. Berdasarkan hubungan pertumbuhan *financial leverage* dan nilai perusahaan yang secara deskriptif terdapat hubungan dengan arah yang bertentangan. Rata-rata *financial leverage* sebesar 0,382 sedangkan ROIC memiliki rata-rata 0,269. Kondisi ini mencerminkan bahwa *financial leverage* perusahaan sektor sekunder yang besar menyebabkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan atas sejumlah investasi yang dikeluarkan adalah relatif kecil.

Argumentasi Modigliani & Miller (1958) yang banyak dirujuk oleh peneliti terdahulu menyatakan bahwa dalam pasar modal yang sempurna nilai perusahaan tidak ditentukan oleh jumlah hutang dalam perusahaan. Kenyataan di Indonesia adalah pasar modal yang masuk kategori pasar modal berkembang (*emerging market*) dimana pasar

modal termasuk pada pasar modal yang tidak sempurna, karena ditandai dengan adanya pajak, adanya asimetris informasi, adanya biaya kebangkrutan dan sebagainya.

Temuan penelitian ini tidak signifikan dimaknai bahwa pengaruh *financial leverage* tidak memberikan kontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan dapat pula dijelaskan bahwa penggunaan hutang dalam hal ini *financial leverage* dalam perusahaan telah melampaui batas optimal. Oleh sebab itu, proporsi *financial leverage* yang telah melampaui batas optimal jika tetap ditingkatkan maka terjadi kemungkinan akan tingginya biaya kebangkrutan dan biaya keagenan yang lebih besar daripada manfaat penghematan pajak.

#### **4.4.4. Pengaruh Diversifikasi terhadap Nilai perusahaan melalui *financing Mix***

Hasil analisis jalur untuk mengukur variabel FM sebagai mediasi pengaruh diversifikasi terhadap nilai perusahaan diperoleh signifikan dengan nilai koefisien positif (Tabel 7 dan 8). Hal ini berarti diversifikasi memang berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung yaitu melalui FM. Berdasarkan uraian dalam langkah-langkah untuk mengetahui sifat dari variabel FM maka diperoleh bahwa variabel FM adalah mediasi parsial (*partial mediation*). Artinya pengaruh tidak langsung antara variabel diversifikasi terhadap nilai perusahaan melalui FM diperoleh melalui hasil kali pengaruh diversifikasi terhadap FM (koefisien jalur 0,026 dan signifikan) dengan pengaruh langsung diversifikasi terhadap nilai perusahaan (koefisien jalur 0,493 dan signifikan). Hasil kalkulasi tersebut menghasilkan koefisien pengaruh tidak langsung sebesar 0,520. Artinya arah positif pengaruh tidak langsung mengisyaratkan bahwa kemampuan diversifikasi dalam meningkatkan nilai perusahaan yang semula hanya sebesar 0,493 tanpa adanya IOS, maka dengan memasukkan IOS sebagai variabel mediasi kemampuan diversifikasi dalam memengaruhi variasi perubahan nilai perusahaan secara total meningkat menjadi 0,520.

Berdasarkan fakta tersebut, maka penelitian ini mampu membuktikan bahwa FM adalah variabel *intervening* yang bersifat parsial untuk meningkatkan peran *financial leverage* dalam memengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dalam ROIC. Konsekuensi dari temuan ini adalah bahwa perusahaan perlu memperhatikan besarnya hutang. Semakin tinggi besar perusahaan memiliki rasio *financial leverage* maka semakin tinggi ketergantungan terhadap sumber dana eksternal. Kondisi hutang yang tinggi risiko perusahaan mengalami *financial distress* akan semakin besar, sehingga penting bagi perusahaan untuk tetap memperhatikan komposisi *financial leverage* dan ekuitas.

Menurut Barney (2002) menunjukkan sumber *competitive advantage* pada *financial asset* adalah *financial structure* yang meliputi perimbangan *debt-equity ratio* termasuk juga *capital structure*, *retained earning* dan FCF. Berkaitan dengan *financing mix* diartikan bahwa jika manajer perusahaan dapat menentukan dengan tepat aktiva akan didanai dengan sumber yang tepat karena berkaitan dengan *cost of debt* maka nilai perusahaan akan meningkat. Alasan-alasan dilaksanakannya diversifikasi yang diungkapkan oleh Hitt, *et al* (2011: 187) bahwa untuk melaksanakan diversifikasi dibutuhkan *capital* yang besar. Hal ini juga dikuatkan oleh kondisi yang harus dipenuhi oleh perusahaan sebagaimana yang dikatakan oleh David (2003:170), bahwa perusahaan harus memiliki *capital* dan tenaga manajerial yang dapat digunakan untuk menghadapi persaingan. *Capital* tersebut dapat diperoleh dari sumber dana internal dan sumber dana eksternal.

## **5. KESIMPULAN DAN SARAN**

### **5.1. Kesimpulan**

1. Diversifikasi yang dilakukan perusahaan sektor sekunder di Indonesia dibentuk oleh *size* perusahaan mampu untuk meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada

besarnya nilai ROIC. Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa secara rata-rata perusahaan pada sektor ini memiliki tingkat ukuran perusahaan berdasarkan total aktiva dan kemampuan perusahaan dalam mengembalikan investasi.

2. Diversifikasi yang dilakukan perusahaan memberikan kontribusi terhadap *financing mix*. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan yang beroperasi lebih dari satu segmen usaha akan terjadi peningkatan pada sejumlah pendanaan dalam hal ini direfleksikan *financial leverage*.
3. *Financing mix* tidak memberikan kontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa tingginya jumlah hutang akan menurunkan nilai perusahaan sebagai konsekuensi biaya modal.
4. *Financing mix* berperan sebagai mediasi antara diversifikasi dengan nilai perusahaan. Sifat variabel *financing mix* ditemukan dalam penelitian ini adalah mediasi parsial (*partial mediation*) yang mengisyaratkan bahwa terjadi peningkatan koefisien dalam menjelaskan variasi perubahan nilai perusahaan pada hubungan dengan adanya mediasi.

## 5.2. Saran-saran

1. Masih perlu dikembangkan dan diteliti secara empirik pengaruh diversifikasi terhadap sistem pengendalian pada setiap level korporat maupun level bisnis unit. Hal ini dikarenakan saat perusahaan melakukan diversifikasi konsekuensi yang dihadapi adalah terjadinya perubahan pada struktur organisasi atau struktur bisnis yang lebih besar dan komprehensif. Oleh sebab itu, diperlukan kajian yang memandang bahwa perubahan struktur bisnis tersebut juga berdampak pada kebijakan dan strategi perusahaan. Kondisi ini terlihat pada fenomena beberapa perusahaan *go public* yang melakukan pengembangan bisnis cukup agresif selama kurun waktu yang relatif pendek.
2. Dalam keputusan tentang *financing mix* terhadap nilai perusahaan, maka penting bagi perusahaan-perusahaan untuk mengetahui *financing mix* yang optimal mengenai sumber dana internal dan eksternal.
3. Untuk meningkatkan nilai perusahaan, maka harus memperhatikan kinerja keuangan yang dapat berbasis pasar dan berbasis fundamental perusahaan. Kinerja keuangan yang berbasis pasar merupakan respon positif dari investor dan selanjutnya akan berdampak pada kenaikan harga saham. Sedangkan kinerja keuangan berbasis fundamental merupakan ukuran keberhasilan baik manajer maupun karyawan agar tetap mampu menghasilkan *growth* yang positif setiap tahun.

## DAFTAR PUSTAKA

- Aisjah, Siti. 2009. *Strategi Diversifikasi Korporat, Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia)*. Disertasi. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya.
- Amit, Raphael & Livnat, Joshua. 1988. Diversification Strategies Business Cycles and Economic Performance. *Strategic Management Journal*. 99: 99-110.
- Bacidore, Jeffrey M; Boquist, John A; Milbourn, Todd T & Thakor, Anjan V. 1997. The Search for the Best Financial Performance Measure. *Financial Analysts Journal*. 53(3): 11-20.
- Barney, Jay. 2002. *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, Second Edition, Prentice Hall.
- Berger, Philip G & Ofek, Eli. 1995. Diversification's Effect on Firm Value. *Journal of Financial Economics*. 37: 39-65.
- Bettis, Richard A & Mahajan, Vijay. 1985. Risk/Return Performance of Diversified Firms. *Management Science*. 31(7): 785-799.

- Campa, Manuel & Kedia. 2002. Explaining the Diversification Discount. *The Journal of Finance*. LVII (4): 1731-1762.
- Chakrabarti, Abhirup; Singh, Kulwant & Mahmood, Ishtiaq. 2007. Diversification and Performance: Evidence from East Asian Firms. *Strategic Management Journal*. 28: 101-120.
- Clarke, Jonathan, E.C. Fee, Edward. Thomas, Shawn. 2004. Corporate Diversification and Asymmetric Information: Evidence from Stock Market Trading Characteristics. *Journal of Corporate Finance*. 10:105-129.
- David, Fred R. 2003. *Strategic Management: Concepts and Cases*. 8<sup>th</sup> Edition, International Edition, Prentice Hall Pearson Education, Inc. Upper Saddle River: New Jersey.
- Damodaran, Aswath. 2006. *Applied Corporate Finance*, Jhon & Wiley and Sons. Inc. New York, Chichester, Toronato, Singapore Weinhein.
- Datta, Deepak K; Rajagopalan, Nandini & Rasheed, Abdul M.A. 1991. Diversification and Performance: Critical Review and Future Directions. *Journal of Management Studies*. 28(5): 529-558.
- Efni, Yulia, 2011, *Pengaruh Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh Risiko (Studi Pada Sektor Properti dan Real Estate Di Bursa Efek Indonesia)*, Ringkasan Disertasi. Universitas Brawijaya Malang.
- Fama, Eugene F. 1978. The Effect of a Firm's Investment and Financing Decision on the Welfare of its Security Holders. *American Economic Review*. 68: 272-280.
- Fama, Eugene F & French, Kenneth R. 1998. Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *The Journal of Finance*. Vol. 53 (3): 819-843.
- Fukui, Yoshitaka & Ushijima, Tatsuo. 2007. Corporate Diversification, Performance and Restructuring in The Largest Japanese Manufacturers. *Journal of The Japanese and International Economics*. 21: 303-323.
- Gitman, Lawrence, J. 2003. *Principles of Managerial Finance. Tenth Edition. International Edition*. Pearson Education, Inc: United States.
- Gomes, Joao & Livdan, Dmitry. 2004. Optimal Diversification: Reconciling Theory and Evidence. *The Journal of Finance*. 2 (LIX): 507-535.
- Gumanti, Tatang A. 2007. Bauran Pendanaan, Prinsip Keuangan, dan Siklus Kehidupan Perusahaan. *Manajemen Usawahan Indonesia*. No. 02 THXXXVI. 41-48.
- Hanafi, Mahduh M & Halim, Abdul. 2009. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi Keempat. UPP STIM YKPN: Yogyakarta.
- Hasnawati, Sri. 2005a. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan Indonesia*. No.09 TH XXXIV. 33-41.
- \_\_\_\_\_. 2005b. Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal AAI*. 9(2): 117-126.
- Harto, Puji. 2005. Kebijakan Diversifikasi Perusahaan dan Pengaruhnya Terhadap Kinerja: Studi Empiris pada Perusahaan Publik di Indonesia. *SNA VIII Solo, 15-16 September*, 297-307.
- Hitt, Michael A. R. Duane Ireland. Robert E. Hoskison. 1997. *Manajemen Strategis Menyongsong Era Persaingan dan Globalisasi*. Penerbit Erlangga: Jakarta.
- \_\_\_\_\_. 2011. *Concepts Strategic Management Competitiveness & Globalization 9e*. South-Western Cengage Learning. USA.
- Hoskisson, Robert E & Hitt, Michael A. 1990. Antecedents and Performance Outcomes of Diversification: A Review and Critique of Theoretical Perspectives. *Journal of Management*. 16 (2): 461-509.
- Indonesian Capital Market Directory, 2006-2010. Institute for Economic and Financial Research (ECFIN). Jakarta.

- Jensen, Michael C & Meckling, William H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3 (4): 305-360.
- Khanna, Tarun & Palepu, Krishna. 1999. Policy Shocks, Market Intermediaries, and Corporate Strategy: The Evolution of Business Groups in Chile and India. *Journal of Economics & Management Strategy*. 8(2): 271-310.
- Kusmawati. 2005. Pengaruh Diversifikasi Usaha, Leverage, dan Ukuran Perusahaan pada Profitabilitas Perusahaan Industri Terbuka di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Aksioma*, 4 (2):100-126.
- Lang, Larry, H.P. & Stulz Rene, M. 1994. Tobin's Q, Corporate Diversification and Firm Performance. *Journal of Political Economy*. 1248-1278.
- MacKay, Peter. 2003. Real Flexibility and Financial Structure: An Empirical Analysis. *The Review of Financial Studies*. 16 (4): 1131-1165.
- Miller, Douglas, J. 2004. Firm's Technological Resources and The Performance Effect of Diversification: A Longitudinal Study. *Strategic Management Journal*. 25: 1097-1119.
- \_\_\_\_\_. 2006. Technological Diversity, Related Diversification and Firm Performance. *Strategic Management Journal*. 27: 601-619.
- Modigliani, Franco & Miller, Merton H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. 3(48): 261-297.
- Montgomery, Cynthia A. 1994. Corporate Diversification. *Journal of Economic Perspectives*. 8 (3): 163-178.
- Murkherjee, Arijit. 1998. The Relationship Prior Performance and Diversification: A Study of Three Industries. *Management Decision*. 3 (36): 180-188.
- Myers, Stewart C. 1977. Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions—Implications for Capital Budgeting: Reply. *The Journal of Finance*. 32(1): 218-220.
- Palich, Leslie E. Cardinal, Laura B. Miller, Chet C. 2000. Curvilinearity in The Diversification-Performance Linkage: An Examination of Over Three Decades of Research. *Strategic Management Journal*. 21: 155-174.
- Ramanujam, V & Varadarani, P. 1990. Research on Corporate Diversification: A Synthesis. *Strategic Management Journal*, 11, 523-551.
- Riyanto, Bambang. 1997. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Badan Penerbit Fakultas Ekonomi UGM: Yogyakarta.
- Ross, A. Stephen, Westerfield, Randolph W. and Jaffe, Jeffrey. 2005. *Corporate Finance*. Seventh Edition, Mc Graw-Hill, Boston.
- Rumelt, Richard. P. 1974. *Strategy, Structure, and Economic Performance*, Harvard Business School Classic.
- Saffieddine, Assem & Titman, Sheridan. 1999. Leverage and Corporate Performance: Evidence from Unsuccessful Takeovers. *The Journal of Finance*. 55(2): 547-580.
- Santos, Marcelo B.D. Errunza, Vihang R. Miller, Darius P. 2008. Does Corporate International Diversification Destroy Value? Evidence from Cross-border Mergers and Acquisition. *Journal of Banking & Finance*. 32: 2716-2724.
- Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. Badan Penerbit Fakultas Ekonomi: Yogyakarta.
- Satoto, Sinta. H. 2009. Strategi Diversifikasi Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 13 (2):280-287.
- Solimun, 2010. Analisis Multivariat Pemodelan Struktural Metode *Partial Least Square-PLS*. Penerbit CV. Citra: Malang.
- Sulastrri. 2006. *Pilihan Strategi Diversifikasi dan Implikasinya: Sebuah Pengembangan Model Teoritik. Studi Empiris pada Perusahaan Go Publik di Indonesia*. Ringkasan Disertasi. Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro. Semarang.

- Umrie, Rasyid HS. Yuliani. Cahyadi, Afriyadi. 2011. Analisis Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan Go Publik di Indonesia. *Jurnal Manajemen & Bisnis Sriwijaya*. 9(17): 13-32.
- Weston, J. Fred & Copeland, Thomas E. 1995. *Managerial Finance*. 9th ed. A. Jaka Wasana MSM & Kibrandoko MSM. (Penerjemah). Manajemen Keuangan Edisi Kesembilan Jilid 1. Binarupa Aksara. Jakarta Barat. Indonesia.
- Yuliani. 2011. Leverage, Size and Age Mediating Business Diversified to Financial Performance: Empirical Studies of Secondary Sectors in Indonesian Stock Exchange. *Proceeding The 2<sup>nd</sup> International Conference Indonesian Management Scientists Association*. Pekanbaru Riau. 2-4 Desember. 195-212.
- Zaretta, Bara & Elizabeth L. M.S. 2006. *Corporate Governance Aspek Keuangan dan Keputusan Pendanaan*. *Usahawan Indonesia*. No.09 TH XXXV. 36-44.