

Strategi Diversifikasi Korporat, Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia)

Siti Aisjah

Universitas Brawijaya Malang

Abstract: This research is conducted to evaluate and examine the corporate diversification strategy, capital structure and company value based on balance approach Trade-Off Theory and Pecking Order Theory. The diversification index (related and unrelated) was determined based on Hirschman-Herfindahl Index. The capital structure variable consists of assets utilization, bankruptcy cost, company's growth and dividend policy. The research also examines company rationalities in doing corporate diversification strategy, capital structure and their influence toward company value. The population of the research consists of the companies registered in Indonesia Stock Exchange. The samples were taken using purpose sampling technique. Based on the determined criteria, 43 sample fulfilling the criteria were obtained with six year observation period (in 2002-2007) and 253 observations. The research findings showed that the related and unrelated diversification strategy influenced the capital structure and company value. The attitude of the companies registered in Indonesia supported the Pecking Order Theory in related diversification and unrelated diversification companies. These are the efforts of companies to prioritize internal fund resources coming from free cash stream in order to reduce business risk. The capital structure policy in effort to increase company value the companies need to consider corporate diversification strategies, both related and unrelated.

Keywords: Diversification Strategy-Related and Unrelated, Hirschman-Herfindahl Index, Capital Structure, Corporate Value, Pecking Order Theory, Trade-Off Theory.

Perusahaan menggunakan strategi diversifikasi sebagai strategi tingkat korporat. Perusahaan menerapkan strategi diversifikasi untuk meningkatkan daya saing strategi dan meningkatkan total nilai perusahaan. Nilai perusahaan diciptakan melalui diversifikasi *related* ataupun *unrelated*. Strategi unit-unit bisnis perusahaan akan untuk meningkatkan pendapatan atau mengurangi biaya sesuai strategi tingkat bisnisnya (Hitt *et al.*, 2001).

Para ahli strategi telah berusaha memadukan teori berdasarkan sumber daya melalui pembuktian dengan hipotesis diversifikasi akan menciptakan nilai perusahaan ataukah tidak dapat ciptakan penciptaan nilai. Penelitian terakhir memberi harapan bahwa

diversifikasi dapat menciptakan nilai (Maksimovic & Phillips, 2002; Campa & Kedia, 2002; Gomes & Livdan, 2004; Miller, 2004).

Secara empirik (Campa & Kedia, 2002; Miller, 2004) membuktikan bahwa keputusan melakukan diversifikasi korporat ternyata dapat menciptakan rata-rata nilai perusahaan. Diversifikasi dapat menambah nilai dengan efektif melalui dua mekanisme yaitu: (1). mengembangkan lingkup ekonomis (*economies of scope*) antar unit bisnis dalam perusahaan yang bisa menghasilkan keuntungan sinergis, dan (2). mengembangkan kekuatan pasar (*market power*) yang menyebabkan penghasilan lebih besar (Hitt, *et al.*, 2001).

Mackey, 2006, juga menyajikan penggunaan optimal arus kas bebas (*free cash flow*) perusahaan yang merupakan pengembalian tunai kepada pemegang saham dalam diversifikasi korporat. Hal ini memberi beberapa indikasi bahwa ada pembenaran ketika

Alamat Korespondensi:

Siti Aisjah, Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang Jl. MT. Haryono 165 Telp. (0341) 551396 Fax. (0341) 553834 Malang Email: sitiaisjah@yahoo.com

perusahaan melakukan *related diversification* atau *unrelated diversification*. Walau demikian, tiada satupun prioritas penelitian ini yang telah menguji hubungan yang lebih luas (Lang & Stulz, 1994; Gomes & Livdan, 2004; Campa & Kedia, 2002; Mackey, 2006).

Penelitian ini dilakukan untuk mengembangkan dan mengevaluasi strategi diversifikasi korporat yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Selain itu mengeksplorasi kebijakan diversifikasi *related* dan diversifikasi *unrelated* berdasarkan kriteria seberapa efisiensi manajemen memanfaatkan aktiva total.

Penelitian ini lebih dikembangkan dengan komparasi dari variabel determinan struktur modal berdasarkan pendekatan keseimbangan *Trade-Off Theory* dan *Pecking Order Theory* yaitu *assets utilization*, biaya kebangkrutan, pertumbuhan investasi dan kebijakan dividen. Penelitian ini juga dilakukan untuk mengeksplorasi *excess value*, berupa nilai perusahaan yang melakukan diversifikasi korporat, yakni diversifikasi *related* dan *unrelated*.

Tinjauan pustaka yang terdiri hasil penelitian terdahulu dan landasan teori. Secara rinci kedua aspek tersebut dipaparkan sebagai berikut.

Pertama, penelitian tentang strategi diversifikasi perusahaan dan indeks diversifikasi dilakukan oleh Charoenwong & Kamphaeng (2000). Penelitiannya menggunakan ukuran *Herfindahl Index*. *Herfindahl Index* ditetapkan berdasarkan jumlah segmen bisnis untuk menentukan indeks diversifikasi.

Kedua, penelitian yang mendasari strategi diversifikasi perusahaan dan struktur modal, dari penelitian Barton & Gordon (1988). Struktur modal perusahaan besar di Amerika Serikat sebagai variabel dependen. Diversifikasi *related* dan *unrelated* sebagai variabel dummy, dan variabel independen terdiri *profit*, *sales growth rate*, dan *capital intensity*. Hasilnya perusahaan dengan strategi diversifikasi berbeda, direaksi berbeda sesuai kategori pilihan struktur modal dalam prespektif keuangan.

Penelitian tentang diversifikasi perusahaan dan struktur modal dari Kochhar & Hitt (1998), menguji hubungan antara strategi korporat dan struktur modal khususnya diversifikasi dan strategi pembiayaan perusahaan yang merupakan pengembangan dari Modigliani & Miller (1958). Proporsi dari pendanaan utang yang baru dan ekuitas sebagai ukuran

diversifikasi *related* dan diversifikasi *unrelated*. Singh *et al.* (2003), kategori diversifikasi yang ditentukan yaitu diversifikasi produk; terdiri tipe terdiversifikasi dan fokus dan diversifikasi geografik; terdiri tipe multinasional (MNCs) dan domestik (DCs).

Ketiga, penelitian Roy & Li, (2000); Ray (2004) mendasari strategi diversifikasi dan nilai perusahaan. Penelitian dari Chen *et al.* (2006) menyatakan pemilik perusahaan lebih senang perusahaan menciptakan utang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan. Penelitian tentang diversifikasi dan nilai perusahaan oleh Martin & Sayrak (2003), Mackey (2006), bahwa diversifikasi perusahaan menurunkan nilai perusahaan setelah diperhitungkan terhadap pilihan kebijakan pembayaran kembali (pembayaran dividen atau pembelian kembali saham) oleh perusahaan. Diversifikasi *related* tidak mencapai keberhasilan bagi perusahaan disebabkan persaingan usaha, sebaliknya perusahaan yang melakukan diversifikasi *unrelated* lebih memperoleh manfaat diversifikasi perusahaan.

Gomes & Livdan (2004) mengembangkan model dinamik dari perilaku optimal perusahaan yang melakukan prediksi terhadap diversifikasi perusahaan, rata-rata nilai *Tobin's q* rendah dibandingkan perusahaan yang fokus. Berdasarkan perbedaan pengaruh terhadap penelitian tersebut, Villalonga (2004) menemukan bahwa rata-rata diversifikasi tidak mempengaruhi nilai, hal ini konsisten dengan Villalonga (1999), Campa dan Kedia (2002) dan Graham, *et al.* (2002). Sung *et al.* (2006), menguji dua pandangan berbeda tentang pengaruh diversifikasi terhadap nilai perusahaan pada perusahaan di Korea sebelum dan sesudah krisis keuangan.

Teori diversifikasi saat ini menunjukkan bahwa perusahaan harus melakukan diversifikasi ketika mereka memiliki sumber daya, kapabilitas, dan kompetensi inti yang memiliki kegunaan majemuk (Barton dan Gordon, 1988; Simon, *et al.*, 1998; Kochhar dan Hitt, 1998).

Strategi diversifikasi korporat dapat dikategorikan menjadi dua bagian berdasarkan tingkat keeratan diversifikasi dalam menambah penciptaan nilai berdasarkan pendapat Hitt, *et al.* (2001), yaitu: 1) Diversifikasi berkaitan (*related diversification*): dapat dilakukan melalui berbagai aktivitas dan menransfer kompetensi inti. 2) Diversifikasi yang

tidak berkaitan (*unrelated diversification*): dapat dilakukan melalui alokasi pasar modal internal yang efisien dan restrukturisasi.

Di dalam menetapkan indeks diversifikasi perusahaan berdasarkan tingkat keeratan diversifikasi dalam peningkatan nilai perusahaan digunakan *Hirschman-Herfindahl Index* (HHI) sebagai ukuran tingkat kompetisi yang berlaku di pasar. Cessari (2000) menyatakan bahwa konsep yang mendasari penggunaan HHI dalam mengukur hubungan konsentrasi usaha dan tingkat kompetisi yang berlaku di pasar adalah tingkat konsentrasi yang rendah (tinggi) diharapkan akan beriringan dengan tingkat kompetisi yang tinggi (rendah) pula. Berdasarkan konsep tersebut, maka penelitian ini mengambil analogi bahwa diversifikasi perusahaan akan beriringan dengan *related diversification* dan *unrelated diversification*. Berdasarkan konsep HHI, suatu strategi diversifikasi perusahaan akan dikatakan terdiversifikasi jika nilai HHI yang dimilikinya rendah. Ukuran tingkat diversifikasi perusahaan merupakan turunan dari *Caves weighted index of diversification*, dalam Chatterjee, 1999; Charoenwong & Kamphaeng 2000; Sung *et al.*, 2006).

$$X_i = \frac{X_i^{b,j}}{\sum_{j=1}^n X_j^{b,j}} \dots\dots\dots (1)$$

$$HHI(x) = \sum_{i=1}^n X_i^2 \dots\dots\dots (2)$$

Di mana:

$X_i^{b,j}$ = Nominal utang sebagai sumber daya keuangan perusahaan pada sektor industri i pada periode t .

$\sum_{j=1}^n X_j^{b,j}$ = Total utang sebagai sumber daya keuangan perusahaan pada seluruh sektor industri i pada periode t .

x_i = Proporsi eksposur utang sebagai sumber keuangan perusahaan pada seluruh sektor industri i terhadap total utang ke seluruh sektor industri.

Portofolio sumber daya keuangan dapat dikatakan terdiversifikasi jika nilai HHI yang diperoleh mendekati $1/n$, dengan n adalah jumlah sektor industri. Sedangkan jika nilai HHI sama dengan satu maka dapat dikatakan bahwa seluruh sektor industri menggunakan sumberdaya keuangan utang. Dengan demikian, portofolio sumber daya keuangan pada sektor industri terspesialisasi menunjukkan *related diversification*. Semakin rendah nilai HHI maka semakin terdiversifikasi suatu portofolio sumber daya keuangan yang akan menunjukkan *unrelated diversification*.

Proksi diversifikasi ditetapkan berdasarkan 1) Jumlah segmen bisnis, sesuai sektor industri dalam Bursa Efek Indonesia, 2) Bentuk data skala nominal yang mengkategorikan individu atau obyek ke dalam kelompok yang saling eksklusif dan lengkap secara kolektif. 3) Menghitung *Diversification Index* (DI) untuk menentukan *related diversification* dan *unrelated diversification*, melalui perhitungan sebagai berikut:

$$Diversification Index (DI) = 1/Herfindahl Index \dots\dots\dots(3)$$

Pawlina & Renneboog (2005) bahwa manajer harus mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber dana yang dipilih dalam melakukan pengambilan keputusan pendanaan. Pemilik perusahaan lebih suka perusahaan menciptakan utang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan.

Selanjutnya struktur modal dapat diukur oleh rasio utang terhadap total aktiva (*Debt to Total Assets Ratio* = DAR) (Barton & Gordon, 1988; Kochhar & Hitt, 1998; Chkir & Cosset, 2001; Singh, *et al.*, 2003; Subroto B (2003); Chen & Strange, 2005; Chandra, 2006; Chathoth & Olsen, 2007). Sehingga apabila *debt assets ratio* semakin tinggi maka semakin besar risiko yang dihadapi, dan investor akan meminta tingkat keuntungan yang semakin tinggi.

Debt to Total Assets

$$\text{Ratio (DAR)} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}} \dots\dots\dots (4)$$

Pengaruh diversifikasi perusahaan terhadap nilai perusahaan oleh Charoenwong & Kamphaeng (2000), bahwa melalui diversifikasi menghasilkan penurunan nilai dan tanpa diversifikasi tidak menurunkan nilai dikaitkan pada kepemilikan manajer.

Perusahaan yang melakukan strategi diversifikasi berkaitan (*related business*), rata-rata memiliki profitabilitas yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak terdiversifikasi, sedangkan perusahaan yang melakukan diversifikasi tidak berkaitan umumnya memiliki profitabilitas yang lebih rendah dibandingkan perusahaan lain (Rumelt, 1982; Mackey, 2006).

Perubahan Harga Saham diukur dari Perubahan Rasio Harga Saham terhadap Nilai Buku Saham (*Change of Price to Book Value, "PBV"*), yaitu perubahan yang terjadi pada rasio harga pasar terhadap nilai buku saham perusahaan di pasar bursa pada saat penutupan transaksi perdagangan harian (Kamara & Koski, 2001:171). Selain itu pendekatan untuk memperkirakan nilai perusahaan, dapat dilakukan berdasarkan hasil pengembalian atas modal yang diinvestasikan (*return on invested capital, ROIC*) (Weston & Copeland, 1996).

Hipotesis dalam studi ini dibangun untuk menjawab masalah penelitian yang telah dieksplorasi ke dalam tiga perumusan masalah. Masalah penelitian yang pertama dibangun dengan hipotesis 1a, 1b, 1c, 1d, dan 1e. Masalah penelitian yang kedua dibangun dengan hipotesis 2a, 2b, 2c, 2d, dan 2e. Masalah penelitian yang ketiga dibangun dengan hipotesis 3.

Hipotesis 1a. *Perusahaan diversifikasi related terjadi penurunan struktur modal daripada diversifikasi unrelated.*

Hipotesis 1b. *Asset utilization meningkatkan struktur modal perusahaan diversifikasi related dan unrelated.*

Hipotesis 1c. *Biaya kebangkrutan meningkatkan struktur modal perusahaan diversifikasi related dan unrelated.*

Hipotesis 1d. *Tingkat pertumbuhan perusahaan investasi meningkatkan struktur modal perusahaan diversifikasi related dan unrelated.*

Hipotesis 1e. *Kebijakan Dividen meningkatkan struktur modal perusahaan diversifikasi related dan unrelated.*

Hipotesis 2a. *Perusahaan diversifikasi related menurunkan nilai perusahaan dan diversifikasi unrelated meningkatkan nilai perusahaan.*

Hipotesis 2b. *Asset utilization meningkatkan nilai perusahaan pada diversifikasi related dan unrelated.*

Hipotesis 2c. *Biaya kebangkrutan menurunkan nilai perusahaan diversifikasi related dan unrelated.*

Hipotesis 2d. *Tingkat pertumbuhan investasi meningkatkan nilai perusahaan diversifikasi related dan unrelated.*

Hipotesis 2e. *Kebijakan pembayaran dividen meningkatkan nilai perusahaan diversifikasi related dan unrelated.*

Hipotesis 3. *Struktur modal menurunkan nilai perusahaan diversifikasi related dan unrelated.*

METODE

Jenis Penelitian

Pertama, pendekatan penelitian yang dilakukan merupakan penelitian pengamatan (*observational*) berdasarkan aspek metode pengumpulan data, karena sifat data berupa data yang hanya dapat diobservasi berdasarkan laporan keuangan perusahaan di Bursa Efek Indonesia tanpa berusaha mendapatkan tanggapan dari lain. Kedua, penelitian ini merupakan penelitian *ex post facto* berdasarkan aspek legalitas data, karena data penelitian berasal dari perusahaan yang sudah dipublikasi dan digunakan apa adanya tanpa manipulasi data. Ketiga, penelitian ini merupakan penelitian eksplanatoris berdasarkan aspek tujuan penelitian, yaitu penelitian yang dilakukan dengan maksud penjelasan (*explanatory* atau *confirmatory*), yang memberikan penjelasan kausal atau hubungan antar variabel melalui pengujian hipotesis.

Penentuan Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2001 dan memberikan laporan keuangan secara periodik sejak Januari 2002 sampai dengan Desember 2007. Berdasarkan *Indonesian Stock Exchange* (Desember, 2008) di BEI sampai akhir tahun 2007 terdaftar 383 perusahaan, sedangkan yang terdaftar sejak 1 Januari 2001 tercatat 316 perusahaan.

Penentuan sampel berdasarkan kriteria yang ditetapkan dalam penelitian ini, maka populasi target atau terpilih sebagai sampel sebesar 43 perusahaan. Jadi jumlah observasi sebesar 258 observasi.

Variabel Penelitian

Pada penelitian ini terdapat tiga konsep yang diteliti, yaitu Strategi Diversifikasi korporat, Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. Adapun variabel penelitian dan pengukuran variabel penelitian sebagai berikut.

Variabel Bebas (*Dependent Variable*)

Variabel bebas (*Dependent*) adalah nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan ukuran keberhasilan manajemen dalam operasi dimasa lalu dan prospek dimasa yang akan datang untuk meyakinkan pemegang saham. Pengukuran variabel nilai perusahaan diukur oleh variabel indikator harga saham dan ROIC (*Return on Invested Capital*).

Variabel Intervening

Variabel *intervening* adalah struktur modal. Struktur modal merupakan proporsi penggunaan utang perusahaan. Nilai struktur modal ini dihitung dari variabel DAR (Debt to Total Assets Ratio). Ukuran DAR adalah jumlah hutang dibagi dengan jumlah aktiva dari tahun 2001–tahun 2007. Pengukuran ini sesuai penelitian Barton & Gordon (1988); Kochhar & Hitt (1998); Chkir & Cosset (2001); Singh, *et al.* (2003); Subroto, B (2003); Chen, 2004; Chandra, (2006); Chathoth & Olsen, (2007).

Variabel terikat (*Independent Variable*)

Variabel terikat (*Independent Variable*) yang berpengaruh terhadap struktur modal dan nilai perusahaan adalah *Corporate Diversification Strategy* (*Related* dan *unrelated diversification*), *asset utilization*, biaya kebangkrutan, pertumbuhan investasi, dan kebijakan deviden.

Pengukuran Variabel Penelitian

Rangkuman mengenai pengukuran variabel dan sumber acuannya disajikan sebagai berikut.

Nilai Perusahaan (*Value of Firm*=V)

Ukuran keberhasilan manajemen dalam operasi dimasa lalu dan prospek dimasa yang akan datang untuk meyakinkan pemegang saham. (Kracaw, Lewellen & Woo, 1992; Kochhar & Hitt, 1998; Chen

& Kim, 2000; Martin & Sayrak, 2003; Sudarma, 2004, Djumahir, 2005, Chandra, 2006; Chathoth & Olsen, 2007).

Nilai Perusahaan:

Harga Pasar per Lembar saham

Nilai Buku per Lembar Saham

Return on invested capital (ROIC)

Merupakan kombinasi dari dua sumber ketidakpastian dan variabilitas yang digunakan untuk mengukur risiko bisnis (*business risk*) yang merupakan dasar dari risiko perusahaan (*stand-alone risk*). (Myers, 1984; Weston & Copelland, 1992.; Ross & Jaffe 2005).

$$ROIC = \frac{NOPAT}{Capital} = \frac{EBIT(1-T)}{Capital}$$

Struktur Modal (DAR)

Rasio utang terhadap total aktiva (Barton & Gordon, 1988; Kochhar & Hitt, 1998; Chkir & Cosset, 2001; Singh, *et al.*, 2003; Subroto B, 2003; Chen, 2004; Chandra, 2006; Chathoth & Olsen, 2007).

DAR = Total Debt / Total assets

Diversifikasi Indeks (DI)

Nilai diciptakan melalui *related diversification* atau *unrelated diversification* ketika strategi tertentu memungkinkan unit-unit bisnis perusahaan meningkatkan pendapatan atau mengurangi biaya bersamaan menerapkan strategi tingkat bisnis. (Hitt & Ireland; 2001; Sung *et al.*, 2006).

Diversifikasi Indeks (DI) = 1/ HHI

- *Related diversification* apabila HHI = 1

- *Unrelated diversification* apabila HHI < 1

Di mana:

HHI = *Hirschman Herfindahl Index*

Asset Utilization (AUR)

Ukuran efektifitas manajemen menggunakan aktiva perusahaan. (Myers, 2001; Ross, *et al.*, 2005, Eldomiaty, 2008).

$$\text{Asset Utilization Ratio} = \frac{\text{Annual Sales}}{\text{Total Assets}}$$

Biaya Kebangkrutan (*Bankruptcy*)

Mengukur pengurangan tingkat utang yang diharapkan atas kebijakan manajerial (Lee & Kwok, 1988; Akhtar, 2005).

Biaya Kebangkrutan (*Bankruptcy* = BKRT) = Standar deviasi EBIT/biaya bunga

Pertumbuhan Investasi (*Growth*)

Proksi untuk tingkat pertumbuhan investasi dan nilai aktiva perusahaan (Voulgaris, et al. 2002; Brigham & Davis, 2004).

$Total Assets Growth (TAG) = \Delta (Total Aktiva) / Total Aktiva$

Kebijakan Dividen

Sebagai *trade off* antara menahan laba dan membayarkan dividen. Penerbitan saham baru sebagai ukuran keberhasilan operasi manajemen dan prospek dimasa yang akan datang untuk meyakinkan pemegang saham (Mollah, et al., 2000; Panno, 2003, Deshmukh, 2005).

$Dividend Payout Ratio (DPR) =$
dividen per lembar saham
laba per lembar saham

Metode Analisis

Analisis data penelitian tentang diversifikasi korporat *related* dan *unrelated* ditentukan berdasarkan *diversifikasi indeks* seluruh sampel perusahaan publik. *Hirshman-Herfindahl Index* (HHI) yang diukur berdasarkan eksposur utang perusahaan terhadap sektor industrinya sebagai proksi yang digunakan untuk penentuan *diversification index* (DI) (Cessari R., 2000).

Variabel-variabel karakteristik perusahaan tidak hanya mempunyai pengaruh secara tidak langsung melalui struktur modal terhadap nilai perusahaan, tetapi masing-masing variabel tersebut mempunyai pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan.

Pengujian Hipotesis

Analisis Jalur (*Path Analysis*)

Model persamaan struktural berdasarkan hubungan antara variabel dalam *path diagram* (Hair, et al., 1995; Ghozali, 2006; Ferdinand, 2006) sebagai

berikut:

$$\eta_1 = \gamma_{11}\xi_1 + \gamma_{12}\xi_2 + \gamma_{13}\xi_3 + \gamma_{14}\xi_4 + \gamma_{15}\xi_5 + \zeta_1 \dots\dots(1)$$

$$\eta_2 = \beta_2\eta_1 + \gamma_{21}\xi_1 + \gamma_{22}\xi_2 + \gamma_{23}\xi_3 + \gamma_{24}\xi_4 + \gamma_{25}\xi_5 + \zeta_2 \dots\dots(2)$$

Keterangan:

η_1 = Struktur modal;

η_2 = Nilai Perusahaan;

ξ_1 = Diversifikasi Indeks

ξ_2 = *Asset utilization*;

ξ_3 = Biaya Kebangkrutan;

ξ_4 = Pertumbuhan Investasi;

ξ_5 = Kebijakan Dividen;

β_{21} = Koefisien struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Pengujian Hipotesis 1 sampai dengan hipotesis 3 yaitu (Ha.1a, Ha.1b, Ha.1c, Ha.1d, Ha.1e, Ha.2a, Ha.2b, Ha.2c, Ha.2d, Ha.2e, dan Ha.3) diuji dengan menggunakan model persamaan struktural 1 dan 2.

HASIL

Uraian tentang hasil penelitian mencakup tiga hal, yaitu statistik deskriptif, pengujian asumsi dan validasi model, dan pengujian hipotesis.

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif untuk variabel *asset utilization*, biaya kebangkrutan, kebijakan dividen, pertumbuhan investasi, struktur modal, dan nilai perusahaan disajikan dalam Tabel 1.

Tabel 1. Statistik Diskripsi

Variabel	N	Min	Maks	Mean	Diviasi Standar
AUR	258	.00	3.04	1.1427	.6967
BKRT	258	.00	83.90	4.1248	7.0419
TAG	258	.01	.67	.1221	.0978
DPR	258	.01	.98	.4173	.2572
DAR	258	.04	.87	.4622	.1821
ROIC	258	.00	.52	.0961	.0805
VF	258	.15	18.17	1.9987	2.2131
Valid N (listwi)	258				

(Sumber: Data sekunder yang diolah)

Adapun perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang menjadi sampel 43 emiten terdiri dari perusahaan diversifikasi *related* terdiri dari 6 emiten pada dan perusahaan diversifikasi *unrelated* terdiri dari 37 emiten.

Hasil Pengujian Asumsi dan Validasi Model Linear dan Aditif

Pada penelitian ini, secara konseptual dan teoritis tidak terjadi hubungan yang bersifat multiplikatif atau rasional antar variabel exogen, sehingga model penelitian ini bersifat aditif. Hasil pengujian linearitas dengan menggunakan uji *Curvefit*. Hasilnya menunjukkan bahwa hubungan seluruh variabel dengan alasan parsimoni dianggap linear, dan data terdistribusi mendekati normal. Hal ini diperkuat dengan jumlah sampel yang cukup besar yaitu 258 observasi. Menurut dalil limit pusat statistik dari sampel besar akan mendekati distribusi normal.

Model Rekursif

Pengukuran pengaruh variabel independen sesuai dengan diversifikasi korporat terhadap struktur modal dan nilai perusahaan dilakukan dengan *path analysis* melalui software AMOS 4.01. Sebagai dasar untuk mengetahui model yang dikembangkan baik atau tidak dapat dilihat dari hasil evaluasi *goodness of fit indices* yang ditampilkan pada Tabel 2.

Tabel 2. Evaluasi *Goodness of Fit Indices*

No.	Kriteria	Hasil	Nilai Kritis	Evaluasi Model
	Khi		Relatif	
1	kudrat	11.083	kecil	Baik
2	p-value	0.747	≥ 0.05	Baik
3	RMSEA	0.000	< 0.08	Baik
4	Cmin/df	0.739	≤ 2	Baik
5	GFI	0.990	≥ 0.9	Baik
6	AGFI	0.976	≥ 0.9	Baik
7	TLI	1.034	≥ 0.95	Baik
8	CFI	1.000	≥ 0.94	Baik

(Sumber: Data sekunder yang diolah)

Untuk mengetahui besarnya pengaruh masing-masing variabel dalam model struktural dapat diamati dari koefisien jalur (α dan β) dari model yang dikembangkan pada Tabel 3 (lampiran 1).

Hasil Pengujian Hipotesis

Adapun besarnya pengaruh variabel independen terhadap struktur modal dan nilai perusahaan pada *related* maupun *unrelated diversification*, dapat diamati dari *loading factor model* yang dikembangkan sesuai Tabel 4, 5, 6, 7. Sebagai dasar untuk menguji signifikan tidaknya pengaruh antar variabel dapat dilihat dari *p-value*. Apabila *p-value* lebih besar dari $\alpha = 0,05$.

Tabel 4. *Loading Faktor Pengaruh Asset Utilization, Biaya Kebangkrutan, Pertumbuhan Investasi, dan Kebijakan Deviden terhadap Struktur Modal pada Related Diversification*

No	Hubungan	Loading Faktor	t _{hitung}	p-value	Keterangan
1	AUR →	-	-	-	-
	DAR	-0.332	2.082	0.037	Signifikan
2	BKRT →	-	-	-	-
	DAR	-0.027	0.160	0.873	Signifikan
3	TAG →	-	-	-	-
	DAR	0.302	1.876	0.061*	Signifikan
4	DPR →	-	-	-	-
	DAR	-0.051	0.302	0.763	Signifikan

(Sumber: Data sekunder yang diolah)

Tabel 5. *Loading Faktor Pengaruh Asset Utilization, Biaya Kebangkrutan, Pertumbuhan Investasi, dan Kebijakan Deviden terhadap Struktur Modal-Unrelated Diversification*

No	Hubungan	Loading Faktor	t _{hitung}	p-value	Keterangan
1	AUR →	-	-	-	-
	DAR	-0.073	-1.090	0.276	Signifikan
2	BKRT →	-	-	-	-
	DAR	-0.061	0.905	0.365	Signifikan
3	TAG →	-	-	-	-
	DAR	0.002	0.036	0.971	Signifikan
4	DPR →	-	-	-	-
	DAR	-0.025	-0.378	0.705	Signifikan

(Sumber: Data sekunder yang diolah)

Tabel 6 Loading Faktor Pengaruh *Asset Utilization*, Biaya Kebangkrutan, Pertumbuhan Investasi, dan Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan - *Related Diversification*

No	Hubungan	Loading Faktor	t _{hitung}	P-value	Keterangan
1	AUR → NILAI	-0.202	-3.472	0.001	Signifikan
2	BKRT → NILAI	0.209	0.839	0.401	Tidak Signifikan
3	TAG → NILAI	-0.311	-0.583	0.560	Tidak Signifikan
4	DPR → NILAI	0.170	0.255	0.799	Signifikan

(Sumber: Data sekunder yang diolah)

Tabel 7 Loading Faktor Pengaruh *Asset Utilization*, Biaya Kebangkrutan, Pertumbuhan Investasi, dan Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan pada *Unrelated Diversification*

No	Hubungan	Loading Faktor	t _{hitung}	P-value	Keterangan
1	AUR → NILAI	0.47	4.796	0.000	Signifikan
2	BKRT → NILAI	0.171	2.309	0.021	Signifikan
3	TAG → NILAI	-0.004	-0.079	0.937	Tidak Signifikan
4	DPR → NILAI	0.106	1.964	0.050	Signifikan

(Sumber: Data sekunder yang diolah)

PEMBAHASAN

Hipotesis 1a

Hasil dalam penelitian ini menyatakan bahwa strategi diversifikasi *related* dan *unrelated* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Pengaruh ini menunjukkan manfaat sumber daya yang berbeda pada diversifikasi *related* dan *unrelated*. Bagi diversifikasi *related* terjadi penurunan kebutuhan utang sedangkan pada perusahaan diversifikasi *unrelated* lebih memanfaatkan sumber daya keuangan internal. Secara umum hasil penelitian ini mendukung Barton & Gordon (1988) yang menjelaskan keputusan struktur modal pada tingkat korporat.

Diversifikasi *unrelated* lebih memanfaatkan sumber daya keuangan internal, tetapi masih ada peluang untuk menambah utang karena belum mencapai struktur modal optimal. Berarti hasil penelitian ini mendukung konsistensi *pecking order theory* yaitu apabila arus kas tidak efisien dapat melakukan penambahan utang sebelum penawaran saham, Myers

dalam Brigham & Daves, 2004. Hasil penelitian ini mendukung Kochhar & Hitt (1998) dan menolak penelitian Sing, *et al.* (2003) yang menyatakan diversifikasi *unrelated* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Hipotesis 1b

Hasil penelitian ini menyatakan *asset utilization* pada perusahaan diversifikasi *related* mempunyai pengaruh negatif dan diversifikasi *unrelated* tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Perusahaan diversifikasi *related* sangat mendukung adanya pengaruh negatif *asset utilization* terhadap struktur modal. Ternyata hasil penelitian ini mendukung penelitian Barton & Gordon (1988); Jensen, *et al.* (1992); Chen & Strange (2005). Pada diversifikasi *unrelated* menunjukkan adanya suatu fenomena di mana struktur modal yang optimal sulit dijelaskan dengan sempurna hanya oleh teori-teori keuangan. Diversifikasi *related* menunjukkan gejala tidak efisien dalam meningkatkan manfaat aktiva yang didanai oleh utang.

Hipotesis 1c

Biaya Kebangkrutan menunjukkan suatu kondisi terciptanya struktur modal optimum (DeAngelo & Masulis, 1980, Weston & Copeland, 1996). Selama sumber keuangan perusahaan berasal dari utang, perusahaan memiliki kemungkinan lebih besar terjadinya kebangkrutan dan perusahaan kurang menarik bagi investor untuk berinvestasi.

Hasil penelitian ini menjelaskan bahwa biaya kebangkrutan perusahaan diversifikasi *related* dan *unrelated* tidak meningkatkan struktur modal. Diversifikasi *related* dan *unrelated* dimungkinkan adanya peningkatan utang yang tidak mempengaruhi peningkatan biaya kebangkrutan.

Hipotesis 1d

Tingkat pertumbuhan merupakan variabel yang dipertimbangkan dalam keputusan utang. Perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung lebih banyak menggunakan utang, sehingga ada hubungan yang positif antara pertumbuhan aktiva dan *leverage* perusahaan (Walsh, 2003).

Hasil penelitian ini menyatakan tingkat pertumbuhan perusahaan pada diversifikasi *related* dan

diversifikasi *unrelated* menunjukkan tidak berpengaruh terhadap peningkatan *leverage* yang didanai utang.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian oleh Singh, Davidson dan Suchard (2003), dan penelitian di Indonesia oleh Djumahir (2005) dan Chandra (2006). Namun, tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Welch (2002), dan Akhtar (2005), yang menunjukkan pengaruh negatif dari pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal perusahaan.

Hipotesis 1e

Dalam praktiknya, kebijakan dividen bukanlah suatu keputusan yang independen. Keputusan dividen dibuat bersama-sama dengan keputusan struktur modal dan keputusan penganggaran modal (Brigham & Houston, 2004). Alasan yang mendasari adanya proses keputusan bersama ini adalah informasi asimetris, yang akan mempengaruhi tindakan yang diambil oleh manajemen.

Kebijakan dividen sebagai *trade-off* antara menahan laba dan membayarkan dividen di satu sisi dan menerbitkan saham baru di sisi yang lain (Brealy & Myers, 1996). Kebijakan yang dilakukan perusahaan ini sebagai ukuran keberhasilan manajemen dalam operasi di masa lalu dan prospek di masa yang akan datang untuk meyakinkan pemegang saham.

Temuan penelitian ini bahwa pembayaran dividen pada perusahaan diversifikasi *related* dan diversifikasi *unrelated* tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Di dalam menentukan kebijakan dividen, manajer terlebih dahulu perlu mempertimbangkan peluang investasi perusahaan dari sumber dana internal.

Hipotesis 2a

Hitt, et al. (2001), strategi diversifikasi sebagai penciptaan nilai. Terdapat dua dimensi keterkaitan sumber daya yang menjelaskan bahwa diversifikasi dapat menambah nilai secara efektif.

Penelitian ini membuktikan bahwa diversifikasi korporat *related* dan *unrelated* tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan di dalam penelitian diukur oleh harga saham dan *return on Invested capital* (ROIC). Menurut Walsh (2003), nilai perusahaan publik ditentukan oleh pasar saham.

Hasil penelitian perusahaan di Indonesia menunjukkan strategi diversifikasi *related* menjadi kurang optimal akibat ketidakpastian perilaku institusional. Sedangkan jika hanya melakukan diversifikasi *unrelated* akan menurunkan nilai perusahaan. Arah pengaruh dari strategi diversifikasi dalam aspek keuangan terhadap nilai perusahaan memperkuat keadaan perusahaan semua sektor industri bahwa adanya peningkatan utang tidak menurunkan nilai perusahaan.

Hipotesis 2b

Menurut Shapiro & Balbirer (2000) *asset utilization* untuk menentukan sikap perusahaan dalam pengelolaan aktiva yang dimiliki dalam rangka mencapai penjualan yang diharapkan. Tujuan perusahaan untuk meningkatkan efektifitas manajemen melalui pengelolaan aktiva yang dimiliki. Kebijakan keuangan berupa utang atas pertumbuhan produktif berpengaruh negatif pada kebijakan diversifikasi *related*. Menurut Myers, 2001; Ross, et al., 2005, *Asset utilization ratio* (AUR) merupakan ukuran efektifitas manajemen menggunakan aktiva perusahaan.

Hasil penelitian pada perusahaan diversifikasi *related* menunjukkan *asset utilization* mempunyai pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang melakukan diversifikasi *unrelated* menunjukkan *asset utilization* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Sebaliknya *asset utilization* pada diversifikasi *unrelated* menunjukkan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Para investor masih memberi penilaian yang baik terhadap saham perusahaan.

Hipotesis 2c

Menurut Modigliani & Miller (1958), adanya biaya kebangkrutan dan naiknya profitabilitas kebangkrutan seiring dengan kenaikan *leverage* keuangan. Tingkat pengembalian atas ekuitas yang diminta diperkirakan akan naik dalam tingkat yang semakin bertambah di atas titik tertentu.

Pada perusahaan di Indonesia diversifikasi *related* tidak menunjukkan pengaruh biaya kebangkrutan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan diversifikasi *related* tidak terpengaruh adanya penambahan beban utang yang akan memberikan sinyal negatif kepada pemegang saham sesuai teori

Pecking order theory dari Myers (1984). Walau demikian investor mempertimbangkan pengurangan utang sebagai kebijakan manajerial terhadap peningkatan nilai perusahaan dan hasil pengembalian modal investasi.

Kenyataan yang terjadi pada diversifikasi *unrelated* justru mendukung *teori Signaling* dari Ross (1977) yang menyatakan penambahan utang merupakan signal positif akan kepercayaan manajemen.

Hipotesis 2d

Hasil penelitian menunjukkan tingkat pertumbuhan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada diversifikasi *related*. Pertumbuhan investasi bagi suatu perusahaan memerlukan keseimbangan antara laba, aktiva, dan pertumbuhan. Hal ini ditunjukkan oleh nilai perusahaan yang tidak terpengaruh oleh adanya pertumbuhan investasi tersebut. Penelitian ini mendukung hasil penelitian Jensen (1986); Ambarish, *et al.* (1987); Chathoth & Olsen (2007), bahwa strategi pertumbuhan tidak memberikan nilai tambah perusahaan, sehingga perlu dipertanyakan apakah masih diperlukan pertumbuhan perusahaan.

Hipotesis 2e

Hasil penelitian bahwa diversifikasi *related* menunjukkan pembayaran dividen tidak meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini mendukung penelitian tentang diversifikasi dan nilai perusahaan oleh Martin & Sayrak (2003), Mackey (2006), bahwa diversifikasi korporat menurunkan nilai perusahaan setelah diperhitungkan terhadap pilihan kebijakan pembayaran dividen oleh perusahaan.

Perusahaan diversifikasi *unrelated* yang mempunyai arah pengaruh positif terhadap nilai perusahaan memberi penegasan *pecking order theory*. Hal ini dijelaskan bahwa perusahaan membayar dividen yang rendah karena pihak manajemen optimis terhadap masa depan perusahaan sehingga menggunakan laba ditahan untuk sumber dana internal investasi.

Hipotesis 3

Kebijakan pendanaan utang dilakukan karena dana internal tidak mencukupi untuk membiayai investasi. Hal ini didukung oleh hasil penelitian Chen,

et al. (1998); Simerly & Li (2000); Chathoth & Olsen (2003); Bae, Kwon & Lee (2006);

Hasil penelitian ini yang menyatakan penambahan utang dalam struktur modal akan menurunkan nilai perusahaan. Diversifikasi *related* dan *unrelated* yang diperhitungkan oleh besarnya tambahan utang ternyata menurunkan nilai perusahaan. Terutama untuk diversifikasi *related* dapat lebih mengoptimalkan peningkatan manfaat sumber daya pada *physical* dan *intangible assets* sehingga tidak memerlukan peningkatan utang. Temuan ini jelas mendukung *pecking order theory*.

Temuan dalam penelitian diversifikasi *unrelated* yang menurunkan nilai perusahaan mendukung penelitian dari Beard & Dess, 1986; Simerly & Li, 2000 bahwa diversifikasi *related* dan *unrelated* semakin menurunkan nilai perusahaan

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Perusahaan diversifikasi *related* dalam meningkatkan manfaat sumber daya *physical* dan *intangible assets* akan mendorong penurunan kebutuhan utang. Perusahaan diversifikasi *unrelated* lebih memanfaatkan sumber daya keuangan internal, berarti mendukung *pecking order theory*.

Peningkatan pertumbuhan investasi pada diversifikasi *related* dan *unrelated* disikapi positif oleh investor karena sikap manajemen perusahaan untuk mengurangi utang sesuai dengan *pecking order theory*.

Strategi diversifikasi dalam aspek keuangan terhadap nilai perusahaan memperkuat keadaan perusahaan semua sektor industri bahwa adanya peningkatan utang tidak akan menurunkan nilai perusahaan.

Diversifikasi *unrelated* menunjukkan biaya kebangkrutan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan perusahaan diversifikasi *unrelated* memiliki diversifikasi keuangan yang berasal dari utang relatif kecil sehingga diperlukan pendanaan dari ekuitas internal.

Perusahaan diversifikasi *related* dan *unrelated* menunjukkan peningkatan utang akan diikuti penurunan nilai perusahaan. Arah pengaruh temuan ini jelas mendukung *pecking order theory*. Hal ini juga didasarkan pada *trade off theory* yang memberi arti

bahwa manfaat utang menjadi lebih rendah dibandingkan biaya kebangkrutan dan penambahan utang akan menurunkan nilai perusahaan.

Saran

Hasil penelitian ini dapat digunakan oleh berbagai pihak yang berkepentingan.

Perusahaan publik dapat melakukan kebijakan diversifikasi ditinjau dari aspek keuangan sebagai diversifikasi sumber pendanaan.

Para investor dan pelaku pasar modal lain, dapat menggunakan hasil studi ini sebagai dasar untuk mempertimbangkan perusahaan yang dapat memberikan perlindungan terhadap pertumbuhan investasinya.

Penelitian berikutnya dapat melanjutkan penelitian strategi diversifikasi perusahaan baik *related* dan *unrelated* terhadap nilai perusahaan dan reaksi pasar.

DAFTAR RUJUKAN

- 2008. *Buku Panduan Indeks Harga Saham Bursa Efek Indonesia, Indonesia Stock Exchange*. <http://www.idx.co.id>. Desember 2008, pp.
- 2008. Pusat Data Pasar Modal, Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada Yogyakarta, 15 Maret 2008.
- Akhtar, S. 2005. The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporation, *Australian Journal of Management*. Vol. 30 No.2, pp.321-341.
- Barton, S.L., and P.J. Gordon. 1988. Corporate Strategy and Capital Structure, *Strategic Management Journal*, 9 (6), pp.623-632.
- Berger, P.G., and E. Ofek. 1995. Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37, 39-65.
- Brigham, E.F., and P.R. Daves. 2004. *Intermediate Financial Management*, Eight Edition, The Dryden Press, Harcourt Brace College Publisher.
- Campa, J.M., and S. Kedia. 2002. Explaining the diversification discount. *Journal of Finance* 57:1731-1762.
- Cessari, R. 2000. A Generalized Measure of Competition. *Applied Economics Letters*, 7, 479-481.
- Chandra, T. 2006. *Pengaruh Environmental risk, Corporate Strategy dan Struktur Modal Terhadap Produktivitas aktiva, Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta*, Disertasi Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang.
- Charoenwong, C., and N. Kamphaeng. 2000. The Effect of Corporate Diversification Firm Value: A Case of Public Companies in Thailand, 18 October 2000.
- Chatterjee, S. 1999. Related or unrelated diversification: A Resourced Based Approach, *Strategic Management Journal*.
- Chathoth, P.K., and M.D. Olsen. 2007. The effect of environment risk, corporate strategy and capital structure on firm performance: An empirical investigation of restaurant firm, *International Journal of Hospitality Management* 26 pp. 502-516.
- Chen, J.J. 2004. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies, *Journal of Business Research*, 57, 1341-1351.
- Chkir, I.E., and J.C. Cosset. 2001. Diversification strategy and capital structure of multinational corporations, *Journal of Multinational Financial Management*, 11 (2001) pp. 17-37.
- Djumahir. 2005. Pengaruh Variabel-variabel Tax Shield dan Non-Tax Shield Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Go-Public di Bursa Efek Jakarta), Disertasi, Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Eldomyati, T. I. 2008. The Validity and Sensitivity of Debt Signaling Hypothesis in Transitional Market: Perspectives from Egypt, *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 14, Euro Journals Publishing, Inc. 2008.
- Fama, E.F., and K.R. French. 2002. Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt, *The Review of Financial Studies* 15 (1):1-33.
- Ferdinand, A. 2006. *Metode Penelitian Manajemen: Pedoman Penelitian untuk Penulisan Skripsi, Thesis dan Disertasi Ilmu Manajemen*, Edisi Kedua, Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. 2006. *Struktural Equation Modeling Metode Alternatif dengan Partial Least Square*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gomes, J., and D. Livdan. 2004. Optimal diversification: reconciling theory and evidence, *Journal of Finance* 59:507-535.
- Hair, J.F., Jr., R.E. Anderson., R.L. Tatham, and W.C. Black. 1995. *Multivariate Data Analysis with Readings*, Prentice-Hall International, Inc. New Jersey.
- Hitt M.A., R.E. Hoekisson, and R.D. Ireland. 2001. *Strategic Management: Competitiveness and Globalization, Concept*, 4th Edition, South-Western College Publishing.
- Kochhar, R., and M.A. Hitt. 1998. Research notes and communications linking corporate strategy to capital

- structure: Diversification strategy, type and source of financing, *Strategic Management Journal*, 19, pp. 601-610.
- Lang, L.H.P., & R.M. Stulz. 1994. Tobin's q , corporate diversification, and firm performance, *Journal of Political Economy* 102: 1248-1280.
- Mackey, T.B. 2006. *Essays on Corporate Diversification and Firm Value*, Dissertation, School of The Ohio State University.
- Maksimovic, V., and G. Phillips. 2002. Do conglomerate firms allocate resources inefficiently across industries? *Journal of Finance* 57:721-767.
- Markides, C.C., and P.J. Williamson. 1996. Corporate diversification and organizational structure: a resource-based view. *Academy of Management Journal* 39(2): 340-367.
- Martin, J.D., and A. Sayrak. 2003. Corporate diversification and shareholder value: a survey of recent literature, *Journal of Corporate Finance*, 9 pp. 37-57.
- Miller, D.J. 2004. Firms' technological resources and the performance effects of diversification: a longitudinal study, *Strategic Management Journal* 25:1097-1119.
- Modigliani, F., and M.H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance, and Theory of Investment, *American Economic Review*, June 1958.
- Panno, A. 2003. An Empirical Investigation on The Determinants of Capital Structure: the UK and Italian Experience, *Applied Financial Economics*, Vol 13, pp.97-112.
- Ray, S. 2004. Performance Implications of Corporate Strategic Behavior of Firms in an Emerging Economy during Economic Liberalization, *Problem and Perspectives in Management*, #2/2004.
- Ross, S.A., R.W. Westerfield, and J. Jaffe. 2005. *Corporate Finance*, Seventh Edition, McGraw Hill, Printed in Singapore.
- Rumelt, R.P. 1982. Diversification strategy and profitability. *Strategic Management Journal* 3(4):359-369.
- Roy, L.S., and M. Li. 2000. Environmental Dynamism, Capital Structure and Performance: A Theoretical Integration and an Empirical Test, *Strategic Management Journal*, 21:31-49.
- Shapiro, A.C., and S.D. Balbirer. 2000. *Modern Corporate Finance: A Multidisciplinary Approach to Value Creation*, Prentice-Hall Inc.
- Simerly, R.L., and M.F. Li. 2000. Environmental Dynamism, Capital Structure and Performance: A Theoretical Integration and An Empirical Test, *Strategic Management Journal*, 21:31-49.