

PENGARUH RISIKO BISNIS, LIFE CYCLE DAN DIVERSIFIKASI TERHADAP STRUKTUR MODAL SERTA HUBUNGANNYA DENGAN NILAI PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA

Septi Diana Sari

Fakultas Bisnis dan Teknologi Informasi, Universitas Teknologi Yogyakarta

E-mail: septi_diana@yahoo.com

ABSTRACT

This study aims to examine the factors that affect the capital structure. The task of the financial manager is to determine the amount of capital structure to enhance shareholder value. Since the capital structure associated with firm value, this study also aimed to examine the effect of capital structure on firm value by considering the company's diversification strategy and corporate life cycle stages. By using the data obtained from the OSIRIS period 2009-2012, researchers used multiple regression test and path analysis to test the hypothesis. From the test results stated that only companies which are in the start-up phase which has a significant positive effect on the capital structure, as well as the diversification strategy has an influence on the capital structure of the company's capital structure with a sequence of related diversification > unrelated diversification > single segment. But when regressed diversification strategy with corporate values, only a single segment strategy and related diversification which significantly affect the value of the company, as well as the positive effect of capital structure on firm value. Most of the results of this study can be explained by the signaling effect and the pecking order theory.

Keywords: Risiko Bisnis, Firm Life Cycle, Diversifikasi, Struktur Modal, Nilai Perusahaan

PENDAHULUAN

Manajer berperan penting dalam upaya menjaga kelangsungan usaha, salah satu upaya yang dapat dilakukan manajer keuangan adalah memperoleh dana yang diperlukan dengan biaya yang minimal atau biaya yang dapat ditekan serta syarat-syarat yang paling menguntungkan (Suwanto dan Ediningsih 2002). Sumber dana perusahaan dapat berasal dari internal, berupa laba ditahan maupun eksternal yaitu dari hutang dan ekuitas. Keputusan pendanaan keuangan perusahaan akan sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasi perusahaan dan juga terhadap resiko perusahaan itu sendiri. Sehingga keputusan pendanaan akan berpengaruh

terhadap posisi keuangan perusahaan yang berujung pada nilai perusahaan dimata investor maupun calon investor.

Campuran hutang dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk membiayai operasinya disebut sebagai struktur modal (Abor 2007). Struktur modal optimal dapat terwujud ketika perusahaan dapat meminimalkan biaya modal dan memaksimalkan harga sahamnya (Gaius dalam Akintoye 2008). Keinginan untuk mewujudkan struktur modal yang optimal sudah menjadi perhatian para praktisi dan akademisi. Beberapa penelitian di Amerika dan Eropa menunjukkan bahwa faktor yang mendorong keputusan struktur modal perusahaan adalah keinginan untuk mencapai dan mempertahankan fleksibilitas keuangan, sehingga perusahaan mampu menghindari kesulitan keuangan dalam menghadapi shock yang bersifat negatif dan untuk menyiapkan dana investasi ketika mempunyai kesempatan yang menguntungkan (Gamba & Triantis 2008).

Terdapat beberapa variabel yang dapat menjelaskan variasi kebijakan pendanaan perusahaan diantaranya size, tangibility, market-to-book ratios, dan profitability (Frank & Goyal 2009; Parsons & Titman 2008). Kahl, Lunn & Nilson (2012) menyatakan perusahaan dengan biaya tetap yang tinggi memiliki profitabilitas yang lebih tinggi dan hutang yang lebih sedikit dibandingkan perusahaan dengan biaya tetap yang rendah. Alonso (2000) dalam penelitiannya dengan menggunakan sampel perusahaan-perusahaan di Spanyol menunjukkan bahwa level diversifikasi perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan, bukti empiris tersebut konsisten dengan efek pendisiplinan dari keputusan hutang, dimana peningkatan pengawasan keputusan yang diambil perusahaan oleh kreditur menurunkan adanya kemungkinan manajer mengambil strategi yang dapat menurunkan nilai perusahaan.

Risiko bisnis merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi keputusan manajer dalam menentukan struktur modal perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2005), faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal yaitu: risiko bisnis, posisi pajak, fleksibilitas, keuangan dan konservatisme atau agresivitas manajemen. Fama & French (2005) menunjukkan bahwa karakteristik pertumbuhan dan profitabilitas perusahaan merupakan sentral keputusan pendanaan perusahaan, karena peluang pertumbuhan mengindikasikan seberapa besar kebutuhan investasi perusahaan dan profitabilitas mencerminkan tingkat kebutuhan investasi yang dapat didanai secara internal. Frielinghaus et al (2005) menyatakan bahwa tingkat rasio hutang akan berbeda-beda sesuai dengan tahapan hidup perusahaan. Tahapan siklus hidup mencakup variasi tingkat akuisisi perusahaan, level investasi awal dan re-investasi modal dan kemampuan beradaptasi dengan lingkungan yang kompetitif. karena kebutuhan pendanaan dapat berubah sesuai

dengan perubahan kondisi perusahaan (Damodaran 2001). Dia juga menyatakan bahwa perusahaan yang sedang berkembang dan mengalami pertumbuhan yang tinggi akan menggunakan sumber dana dari ekuitas, sementara perusahaan dalam tahapan dewasa (mature firms) akan mengganti ekuitasnya dengan hutang.

Karena nilai tercipta ketika perusahaan menghasilkan return dari modal yang melebihi biaya modalnya (steward 1999), salah satu fungsi tujuan manajemen adalah memaksimalkan life stage ketika perusahaan menikmati pertumbuhan superior. Organisational life stage theory memberikan manajemen beberapa arahan (padoman) bagaimana karakteristik perusahaan berubah dari waktu ke waktu dan memberikan diagnostic tools yang menunjukkan bagaimana perusahaan dapat mencapai dan mempertahankan prime life stage mereka. Manajemen yang lebih bagus harus memahami karakteristik individual life stage, kemungkinan lebih tinggi bahwa manajemen akan menggunakan atau memakai modal dengan cara tertentu sehingga perusahaan melanjutkan kinerja outperformnya dibandingkan pesaingnya (Adizes 2004).

Tujuan perusahaan dalam jangka panjang adalah mengoptimalkan nilai perusahaan dengan meminimumkan biaya modal perusahaan. Nilai perusahaan dapat diartikan sebagai ekspektasi nilai investasi pemegang saham (harga pasar ekuitas) dan/atau ekspektasi nilai total perusahaan (harga pasar ekuitas ditambah dengan nilai pasar hutang). Wahyudi & Hartini (2004) membuktikan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan penjelasan diatas, penelitian ini dimaksudkan untuk menganalisis faktor-faktor penentu struktur modal serta dampaknya terhadap nilai perusahaan.

KERANGKA TEORITIS & PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Struktur Modal

Sejumlah teori telah banyak digunakan untuk menjelaskan variasi struktur modal perusahaan diantaranya: (1) Agency theory yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling pada tahun 1976, di mana manajemen merupakan agen dari pemegang saham. Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mereka mendelegasikan wewenang kepada agen. Dalam kaitannya struktur modal, biaya keagenan timbul akibat ketidak selarasan kepentingan antara pemilik dan kreditor. (2) Signalling theory adalah teori yang menerangkan suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk pada investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham dan Houston 2005). Perusahaan

dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara yang lain, termasuk penggunaan hutang yang melebihi target struktur modal yang normal. Sebaliknya, perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung menjual sahamnya. (3) Teori asimetri mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan. Manajer biasanya memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan pihak luar seperti investor. Karena itu bisa dikatakan terjadi asimetri informasi antara manajer dan investor (Hanafi 2012). (4) Pecking order theory menyatakan bahwa perusahaan menyukai internal financing (pendanaan dari operasional perusahaan dengan wujud laba ditahan). Apabila diperlukan pendanaan dari luar, maka perusahaan akan memulai dengan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu yaitu obligasi, kemudian sekuritas berkarakteristik opsi seperti obligasi konversi. Kemudian jika belum mencukupi, perusahaan menerbitkan saham. (5) Teori trade-off mengemukakan perusahaan diharuskan mempertimbangkan risiko kebangkrutan antara pembiayaan dengan menggunakan hutang dengan pembiayaan melalui penerbitan saham. Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak (tax shields) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (financial distress). Biaya kesulitan keuangan (financial distress) adalah biaya kebangkrutan (bankruptcy costs) atau reorganization, dan biaya keagenan (agency costs) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan.

Struktur Modal Pada Setiap Tahapan Siklus Hidup Perusahaan

Setiap perusahaan dapat mengalami lima tahap siklus kehidupan yaitu tahap pendirian, ekspansi, pertumbuhan tinggi, kedewasaan, dan penurunan. Pada setiap tahap siklus kehidupan ini kebutuhan akan besarnya modal akan berbeda. Guna memenuhi kebutuhan tersebut perusahaan akan menggunakan strategi pendanaan berbeda pula. Secara umum pada tahap pendirian, sumber dana perusahaan banyak berasal dari pendiri perusahaan (sumber dana internal) dan utang bank. Pada tahap ekspansi, peningkatan kebutuhan dana dipenuhi dari modal ventura. Pada tahap pertumbuhan tinggi, perusahaan menjadi perusahaan publik (sumber dana eksternal). Pada tahap kedewasaan, kebutuhan dana eksternal mulai menurun karena sumber dana internal yang relatif cukup. Pada tahap terakhir, tahap penurunan, kebutuhan akan dana eksternal dan internal menurun drastis.

Perusahaan dalam tahap mature mampu melakukan pinjaman dengan lebih mudah dan lebih murah. Oleh karena itu perusahaan dalam tahap mature/ dewasa akan menggunakan pendanaan dengan hutang terlebih dahulu kemudian ekuitas. Bender & Ward (1993) menyatakan bahwa risiko bisnis akan berkurang sepanjang tahapan hidup

perusahaan dan menyebabkan meningkatnya risiko finansial. Hovakimian, Opler & Titman (2001) menyatakan bahwa perusahaan sebaiknya menggunakan lebih banyak hutang untuk mendanai aset yang ada dan lebih banyak ekuitas untuk mendanai kesempatan tumbuh. Dalam konteks model tahapan hidup Adizes, perusahaan dalam tahap prime dan stable (dewasa) seharusnya menggunakan lebih banyak hutang. Penggunaan lebih banyak hutang ini dilakukan karena biaya keagenan pada tahap dewasa lebih besar sehingga hutang difungsikan untuk dapat mengurangi biaya keagenan tersebut.

H1 : H1: Struktur modal perusahaan dalam tahap dewasa lebih besar dibandingkan struktur modal perusahaan dalam tahapan tumbuh

Risiko Bisnis & Struktur

Dalam penelitian Harjanti & Tandellin (2007) berpendapat bahwa risiko bisnis perusahaan dapat digambarkan dengan mengukur fluktuasi dari laba perusahaan. Perusahaan yang mengalami fluktuasi laba menghadapi ketidakpastian kemampuan dalam hal mengumpulkan dana untuk melunasi pinjamannya kepada kreditur. Oleh karena itu perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan berusaha menjaga proksi hutangnya agar tidak membahayakan going concern perusahaan. Risiko bisnis merupakan risiko dari perusahaan saat tidak mampu menutup biaya operasionalnya dan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan biaya (Gitman 2009). Pada dasarnya, semakin besar risiko bisnis yang dihadapi perusahaan akan memperkecil rasio penggunaan hutang, untuk menghindari risiko yang berlebihan yang disebabkan oleh penggunaan hutang sehingga dapat dikatakan bahwa risiko berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

H2 : Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Diversifikasi dan Nilai Perusahaan

Diversifikasi merupakan bentuk pengembangan usaha dengan cara memperluas jumlah segmen secara bisnis maupun geografis maupun memperluas market share yang ada atau mengembangkan berbagai produk yang beraneka ragam. Kochhar & Hitt (1998) menguji hubungan antara tipe diversifikasi dan strategi pendanaan perusahaan. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa pendanaan dengan ekuitas lebih disukai untuk perusahaan yang related diversification, sedangkan unrelated diversification berhubungan dengan pendanaan hutang.

Berdasarkan penjelasan biaya ekonomis transaksi, perusahaan melakukan diversifikasi karena masih memiliki kelebihan sumberdaya. Kelebihan specific asset memungkinkan

Septi Diana Sari

perusahaan melakukan related diversification, sementara kelebihan non-specific asset berhubungan dengan strategi unrelated diversification. Strategi unrelated diversification menunjukkan adanya kelebihan non-specific asset perusahaan (Mahoney & Pandeyan 1992) Karena keputusan pendanaan perusahaan tergantung pada aset perusahaan, sehingga memungkinkan hubungan antara diversifikasi dan struktur modal. Perbedaan tingkat spesifikasi aset menjelaskan adanya perbedaan preferensi pendanaan pada tiap strategi diversifikasi.

H3: Struktur modal unrelated diversification firms lebih besar dibandingkan struktur modal related diversification firm, struktur modal related diversification firms lebih besar dibandingkan single segmen firms

Struktur Modal & Nilai Perusahaan

Trade off theory menjelaskan bahwa peningkatan hutang pada struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar tarif pajak dikali dengan jumlah hutang. Struktur modal optimal dapat diperoleh dengan adanya keseimbangan antara keuntungan tax shield dengan financial distress dan agency cost, karena penggunaan leverage. Dengan kata lain terjadi trade-off antara benefit dengan biaya. Financial distress terjadi jika perusahaan mengalami kesulitan dalam melunasi kewajiban hutangnya, dimana perusahaan terancam kebangkrutan Karena itu financial distress perlu diperhitungkan karena mengurangi nilai perusahaan

Hasnawati (2005) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sriwardany (2006) dalam penelitiannya menguji pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap harga saham dengan struktur modal sebagai variabel intervening, ditemukan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap harga saham dengan kata lain perusahaan yang menggunakan lebih banyak hutang maka nilai perusahaan akan turun. Safrida (2008) juga menguji pengaruh struktur modal dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa struktur modal dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Nanok (2008) menyatakan bahwa struktur modal akan menentukan sejauh mana, bagaimana nilai diciptakan yang akan tercermin dari laba dan harga saham perusahaan.

H4 : Struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan

Diversifikasi dan Nilai Perusahaan

Dalam literatur keuangan, teori keagenan (agency theory) memegang peranan penting dalam 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 dan 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. Hal ini antara lain kinerja manajerial dikaitkan dengan tingkat penjualan, sehingga diversifikasi menjadi alat yang efektif untuk meningkatkan omset perusahaan. Padahal investasi tersebut tidak memberikan hasil net present value yang menggembirakan. Akibatnya diversifikasi yang dilakukan oleh perusahaan justru mengurangi nilai perusahaan. Fenomena ini disebut pula sebagai diversification discount.

Banyak penelitian yang mencoba menguji secara empiris pengaruh diversifikasi perusahaan terhadap kinerja perusahaan. Comment dan Jarrell (1994) menemukan hubungan yang negatif antara return saham abnormal dengan beberapa ukuran diversifikasi. Ukuran yang dipakai meliputi jumlah segmen yang dilaporkan, serta indeks Herfindahl berbasis aset dan pendapatan. Hasil yang serupa diperoleh Lang dan Stulz (1994) yang melaporkan hubungan negatif antara rasio Tobin's q dan ukuran-ukuran diversifikasi. Berger dan Ofek (1995) menunjukkan bahwa nilai perusahaan yang terdiversifikasi lebih kecil dibanding perusahaan yang beroperasi pada segmen tunggal. Selisih nilai (value loss) berkisar antara 13%-15%, dimana selisih nilai akan berkurang jika perusahaan melakukan diversifikasi pada segmen yang berkaitan (related diversification).

H5 : Nilai perusahaan single segment lebih besar dibandingkan nilai perusahaan Related dan unrelated Diversification

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Sampel dari penelitian ini adalah perusahaan yang berada dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2012. Pendekatan pengambilan sampel yang digunakan adalah nonprobability sampling yaitu desain pengambilan yang tidak acak dan subyektif. Dengan tipe desain sampel adalah purposive sampling yaitu berdasarkan tujuan dan dengan kriteria-kriteria yang ditetapkan. Diantaranya, sudah go public, mencantumkan laporan keuangan secara rutin dari tahun 2009-2012.

Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu nilai buku

Septi Diana Sari

hutang dan ekuitas, penjualan, EBIT, closing price, jumlah saham beredar, liabilities, persediaan, current asset, total aset, laba bersih, SIC 3 digit. Sumber data berasal dari laporan keuangan tahunan dan OSIRIS.

Definisi Operasional & Pengukuran Variabel

Struktur Modal

Struktur modal adalah gabungan dari berbagai sumber pendanaan, dengan kategori utamanya adalah hutang dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk mendanai investasi asetnya. Dalam penelitian ini, struktur modal diukur dengan rumus berikut:

$$DER = \frac{\text{Nilai Buku Total Hutang}}{\text{Ekuitas}}$$

Firms Life Cycle

Pengelompokan kedalam tahapan siklus ini didasarkan atas tingkat pertumbuhan penjualan (Gup & Agrawal 1996). Berikut tabel tingkat pertumbuhan penjualan sepanjang tahapan hidup perusahaan

Tabel 2. Tingkat pertumbuhan penjualan sepanjang tahapan hidup perusahaan

Kelompok penjualan	Tahap Hidup	Rata-rata tingkat pertumbuhan
1	start-up	diasas 50%
2	growth	20-49,9%
3	growth/mature	10-19,9%
4	mature	0-9,9%
5	decline	dibawah 0%

Sumber : Gup & Agrawal, 1996

Terdapat lima kategori dalam pengukuran Siklus Hidup Perusahaan, oleh karena itu peneliti menggunakan empat Dummy (k-1) yaitu DFCL1 (start-up), DFCL2 (growth), DFCL3 (growth/mature), DFCL4 (mature). Semua responden yang menjadi anggota kategori yang diberi kode 1 sedangkan responden tidak dalam kategori tersebut dikode dari 0.

Risiko Bisnis

Dalam mengukur risiko bisnis penulis menggunakan koefisien variasi laba operasi yang merupakan deviasi standar laba operasi dibagi dengan laba operasi yang diharapkan (laba operasi rata-rata) (Home & Wachowicz 2005).

$$\text{Risiko Bisnis} = \frac{\text{Deviasi Standar Laba Operasi}}{\text{Laba Operasi Diharapkan}}$$

Diversifikasi

Diversifikasi perusahaan merupakan tingkat pengembangan yang dilakukan perusahaan melalui jumlah perusahaan yang dikelola maupun tingkat segmen usaha yang dimiliki. Perusahaan yang memiliki minimal dua segmen usaha dikelompokkan kedalam diversifikasi. Jika perusahaan yang terdiversifikasi tersebut memiliki dua sic 3 digit yang berbeda, maka dikelompokkan kedalam unrelated diversification. Namun, jika antar satu segmen dengan segmen lainnya memiliki angka 3 digit pertama yang sama maka digolongkan kedalam related diversification firms. Perusahaan yang hanya memiliki satu segmen bisnis digolongkan kedalam single segmen firms.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan rasio pasar yaitu Price Book Value (PBV). dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{PBV} = \frac{\text{Nilai pasar saham}}{\text{Nilai Buku Saham}}$$

Perumusan Model

Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda terhadap data panel. Untuk menguji hipotesis 1,2 dan 3 digunakan persamaan (model 1):

$$\text{DER} = \alpha + \beta_1 \text{DDiv.R} + \beta_2 \text{DDiv.UR} + \beta_3 \text{DFLC1} + \beta_4 \text{DFLC2} + \beta_5 \text{DFLC3} + \beta_6 \text{DDFLC4} + \beta_7 \text{Risk} + e$$

Untuk menguji hipotesis 4 dan 5 (model 2) digunakan persamaan sebagai berikut:

$$\text{PBV} = \alpha + \beta_1 \text{DDiv.R} + \beta_2 \text{DDiv.UR} + \beta_3 \text{DER} + e$$

Hipotesis 1 terdukung apabila koefesie β_5 pada persamaan regresi diatas (model 1) bernilai positif signifikan dan lebih besar dari pada β_4 . Sedangkan hipotesis 2 terdukung jika β_7 bernilai negatif. Hipotesis 3 terdukung jika nilai koefesien β_2 dan β_1 bernilai positif signifikan, dimana $\beta_2 > \beta_1$ dan $\beta_1 > \alpha$. Hipotesis 4 terdukung apabila koefesien β_3 pada persamaan regresi diatas (model 2) bernilai negatif signifikan. Hipotesis 3 terdukung jika nilai koefesien β_1 dan β_2 bernilai positif signifikan, dimana angka $\alpha > \beta_1 > \beta_2$. Seluruh hipotesis

tersebut diuji dengan menggunakan tingkat kepercayaan sebesar 95% atau α 5%.

PEMBAHASAN DAN KESIMPULAN

Hasil Uji Hipotesis 1, 2 dan 3

Tabel 4. Hasil Regresi Model 1
(Variabel dependent: Struktur Modal (DER))

Variabel	Nilai	Sig
Constant	0,374	0,019
D. Div.R	0,615	0,003
D.Div.UR	0,532	0,004
D. FLC1	0,693	0,018
D.FLC2	0,126	0,555
D.FLC3	-0,054	0,798
D.FLC4	-0,010	0,965
Risk	0,890	0,000
Adj. R Square	0,450	
F	54,967	0,000

Sumber : Data Diolah

Berkaitan dengan siklus hidup perusahaan, secara statistik hanya perusahaan yang berada pada tahap start-up yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Dimana perusahaan yang berada pada tahap start-up tersebut memiliki tingkat pertumbuhan penjualan rata-rata terbesar dibanding perusahaan dalam tahapan lainnya yaitu sebesar 50%. Sehingga dapat dikatakan bahwa hipotesis 1 tidak terdukung. Perusahaan yang berada pada tahap start-up tersebut berpengaruh positif dengan nilai koefisien 0,693 terhadap struktur modal secara signifikan (prob. Value = 0,018), sehingga dapat dinyatakan bahwa perusahaan yang berada pada tahap start-up memiliki proporsi hutang terhadap ekuitasnya yang relatif besar dibanding perusahaan dalam tahap lainnya yaitu tahap declining. Hasil uji hipotesis 1 tersebut bertentangan dengan pernyataan Hovakimian, Opler & Titman (2001) bahwa perusahaan sebaiknya menggunakan lebih banyak utang untuk mendanai aset yang ada dan lebih banyak ekuitas untuk mendanai kesempatan tumbuh.

Hal ini dapat dijelaskan bahwa pertumbuhan perusahaan pada dasarnya mencerminkan produktivitas perusahaan. Brigham & Houston (2001) menyatakan bahwa perusahaan yang tumbuh dengan pesat akan lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Damodaran (2001) menyatakan bahwa pada tahap pertumbuhan tinggi, perusahaan menjadi perusahaan publik dimana sumber dana banyak berasal dari eksternal. Berdasarkan teori

pecking order perusahaan lebih senang menggunakan sumber dana internal, jika sumber internal belum memadai perusahaan akan mencari dana eksternal dengan mengutamakan hutang terlebih dahulu baru kemudian menerbitkan saham.

Variabel risiko dalam model 1 tersebut mempunyai pengaruh positif dengan nilai koefisien 0,890 dan signifikan (prob value = 0,00). Sehingga dapat dinyatakan bahwa hipotesis 2 terdukung. Pengaruh positif risiko terhadap struktur modal dalam penelitian ini dapat dijelaskan dengan signaling effect, dimana semakin besar risiko, perusahaan akan berusaha menggunakan sumber dana dari utang untuk membagi risiko dengan kreditur.

Hipotesis 3 dalam penelitian ini terdukung sebagian dimana perusahaan yang terdiversifikasi akan memiliki struktur modal yang lebih besar dibandingkan single segmen firms, hal ini ditunjukkan dengan nilai koefisien pada DDiv.R dan Ddiv.UR masing-masing memiliki koefisien positif dan signifikan, Namun struktur modal unrelated diversification firms (0,532) lebih kecil dibanding struktur modal related diversification firms (0,615). Hal ini bertentangan dengan hasil penelitian Kochhar & Hitt (1998) yang menyatakan bahwa perusahaan yang related diversification lebih menyukai pendanaan dengan utang, sedangkan perusahaan yang unrelated diversification berhubungan dengan pendanaan utang, serta Bergh (1997) yang menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan unrelated diversification lebih mampu menerbitkan utang, karena unrelated diversification akan mengurangi risiko perusahaan.

Strategi diversifikasi perusahaan berhubungan dengan risiko dan return yang diterima manajer dan pemilik, dimana pada umumnya perusahaan yang tidak melakukan diversifikasi (single segment) umumnya memiliki risiko yang lebih besar dibanding perusahaan yang terdiversifikasi karena adanya coinsurance effect, sehingga perusahaan yang terdiversifikasi dapat meningkatkan kapasitas utangnya (perusahaan yang terdiversifikasi lebih mampu menerbitkan utang). Nilai koefisien unrelated diversification firms yang lebih kecil dibanding related diversification firms, kemungkinan disebabkan karena adanya mekanisme pasar internal antar bisnis unit dalam unrelated diversification firms. Hal ini juga sesuai dengan pecking order theory yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal.

Hasil Uji Hipotesis 4 & 5

Tabel 5. Hasil Regresi Model 2

(Variabel Dependent: Nilai Perusahaan (PBV))

Variabel	Nilai	Sig
Constant	0,689	0,001
D. Div.R	0,920	0,020
D.Div.UR	0,222	0,521
DER	0,898	0,000
Adj. R Square	0,297	
F	66,990	0,000

Sumber : Data Diolah

Struktur modal secara signifikan (prob.value = 0,000) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan nilai koefisien sebesar 0,896, sehingga H4 tidak terdukung. Hal ini menunjukkan adanya signalling effect yaitu peningkatan utang perusahaan diartikan oleh investor bahwa perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang bagus dan pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Strategi related diversification perusahaan secara signifikan (prob. Value = 0,020) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan nilai koefisien 0,920, menunjukkan bahwa nilai perusahaan dengan related diversification lebih besar dibanding nilai perusahaan single segment, serta unrelated diversification firms tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan (Hipotesis 5 tidak terdukung). Pengaruh langsung related diversification firms terhadap nilai perusahaan lebih besar (koefisien D.DivR = 0,920) dibandingkan pengaruh secara tidak langsung melalui mediasi struktur modal sebesar 0,552 ($0,615 \times 0,0898$), begitu juga dengan pengaruh langsung single segment firms terhadap nilai perusahaan lebih besar (konstanta model 2 = 0,689) dibandingkan pengaruh secara tidak langsung melalui struktur modal yaitu sebesar 0,336 ($0,374 \times 0,898$).

KESIMPULAN

Dari uraian diatas dapat disimpulkan bahwa berkaitan dengan siklus hidup perusahaan hanya perusahaan yang berada pada start-up yang berpengaruh positif dan signifikan

terhadap struktur modal, Risiko bisnis berpengaruh positif terhadap struktur modal, serta strategi diversifikasi berpengaruh terhadap struktur modal, dimana struktur modal perusahaan dengan related diversification > struktur modal unrelated diversification > struktur modal single segment. Namun ketika strategi diversifikasi diregresikan dengan nilai perusahaan, hanya strategi single segment dan related diversification yang berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan, serta struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sebagian besar dari hasil penelitian ini dapat dijelaskan dengan signalling effect dan pecking order theory.

IMPILIKASI DAN KETERBATASAN

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi pada perkembangan ilmu pengetahuan khususnya di bidang manajemen keuangan. Penelitian ini juga diharapkan dapat menjadi acuan bagi peneliti selanjutnya, dan dapat dikembangkan dengan menguji lebih lanjut strategi diversifikasi unrelated dengan mempertimbangkan korelasi positif atau negatif antar unit bisnis perusahaan dan dikaitkan dengan nilai perusahaan, serta memperbanyak sampel, misalnya seluruh perusahaan yang terdaftar di Indonesia atau membandingkan hasil penelitian dengan menggunakan data-data perusahaan di beberapa negara di ASIA, serta dapat diaplikasikan kedalam lingkup yang lebih kecil misalnya perusahaan manufaktur kecil yang terdapat pada daerah tertentu.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J (2007), "Debt Policy and Performance of SMEs: Evidence From Ghanaian and South African Firms," *The Journal of Risk Finance*, Vol. 8, No. 4, pp. 364-378
- Adizes, I. 2004. 'Adizes – Resources for sustainable exceptional performance'. [online] URL: www.adizes.com
- Alonso, Eduardus. 2000. The Effect Of Firm Diversification on Capital Structure: Evidence From Spanish Firms. European Financial Management Association Annual Meeting
- Akintoye, I.R (2008), "Sensitivity of Performance to Capital Structure," *European Journal of Social Science*, Vol. 7, No. 1, pp. 23-31
- Bender, R. And Ward. K. 1993. "Corporate Financial Strategy. Oxford: Butterworth-Heinemann
- Berger, P. G., and Ofek, E. 1995. Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37, 39-65
- Brigham, E.F. dan M.C. Ehrhardt, 2005, *Financial Management : Theory and Practices*, South-Western, Thomson, 11th edition

Septi Diana Sari

- Comment, R., and Jarrell, G. A. 1994. Corporate focus and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 37, 67-87.
- Damodaran, A. 2001. *Corporate finance: Theory and practice*. New York: John Wiley and Sons
- Fama, E. and K. French, (2005), "Financing Decisions: Who Issues Stock?" *Journal of Financial Economics*, 76, pp.549-82
- Frank, Murray Z., and Vidhan K. Goyal, 2009, Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial Management* 38, 1-37. *e Analysis* 36, 1-24.
- Frielinghaus, B. Mostert & C. Firer. 2005. "Capital Structure and The Firm's Life Stage". Graduate School of Business University of Cape Town
- Gamba. A & A. Triantis (2008). "The Value of Financial Flexibility," *The Journal of Finance*, Vol LXIII, No. 5, pp. 2263-2296
- Gitman, Lawrence. 2009. *Principles of Managerial Finance* 11th edition. Prentice Hall
- Gup, Benton E., & P. Agrawal, 1996. "The Product Life Cycle: A Paradigm for Understanding Financial Management," *Financial Practice and Education*, pp 41-48n
- Hanafi, Mamduh. 2004. *Manajemen Keuangan Ed.1*, BPFE, Yogyakarta
- Harjanti, Theresia T & Eduardus Tandellin. 2007. Pengaruh Firm Size, Tangible Asset, Growth, Profitability & Business Risk Pada Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia: Studi Kasus di BEJ. *Jurnal Ekonomi & Bisnis*, Vol. 1 No. 1 hlm 1-10
- Hasnawati, Sri. 2005. "Implikasi Kpetusan Investasi, Pendanaan dan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta". *Usahawan*: No. 09/Th XXXIX, September 2005
- Horne., J.C & Wachowicz JRJ . 2005. *Fundamental Of Financial Management*, 12th Ed. New-Jersey. Prentice-Hall,Inc
- Jensen, M., and W. Meckling. 1976. The theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-60.
- Kochhar. R & Hitt M. 1998. "Lingking Corporate Strategy Capital Structure: Diversification Strategy, Type and Source Of Financing". *Strategic Management Journal*. Vol. 17. Pp. 713-728
- Lang, L.H.P., and R.E. Stulz. 1994. Tobin's Q, Corporate Diversification and Firm Performance, *Journal of Political Economy*, Vol. 102, No.6, 1248-1280.
- Mahoney J. T & Pandian. J.R. 1992."The Resource-Based View Within The Conversation of Strategic Management". *Strategic Management Journal*. Vol. 13. Pp. 363-380
- Nanok, Yanuar. 2008. Capital Structure Determinan di Indonesia. *Akuntabilitas*, Maret hlm 122-127
- Parsons, Christopher A., and Sheridan Titman, 2008, Empirical capital structure: a review *Foundations and Trends in Finance* 3, 1-93.

Safrida: 2008. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta, Tesis Program Pasca Sarjana Universitas Sumatera Utara. ejurnal.stiedharmaputra-smg.ac.id

Sriwardany. 2006. "Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Struktur Modal dan Dampaknya Terhadap Perubahan Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur di BEJ"

Suwarno, F.X. dan S.I. Ediningsih, 2002, Pengaruh Stabilitas Penjualan Struktur Aktiva, Tingkat Pertumbuhan Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Perdagangan Eceran Di Bursa Efek Jakarta, Jurnal Akuntansi, Tahun VI. No. 1. Mei. Hal. 20 – 32.

Stewart, G.B. 1999. The quest for value – A guide for senior managers. New York:Harper Business.

LAMPIRAN 1. OUTPUT MODEL 1

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.671 ^a	.450	.441	1.65227

a. Predictors: (Constant), Risk, FLC2, Div.R, FLC1, Div.UR, FLC4, FLC3

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1050.408	7	150.058	54.967	.000 ^a
	Residual	1285.828	471	2.730		
	Total	2336.236	478			

a. Predictors: (Constant), Risk, FLC2, Div.R, FLC1, Div.UR, FLC4, FLC3

b. Dependent Variable: DER

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.374	.159		2.348	.019
	Div.R	.615	.208	.105	2.960	.003
	Div.UR	.532	.181	.105	2.935	.004
	FLC1	.693	.293	.089	2.370	.018
	FLC2	.126	.213	.024	.590	.555

Septi Diana Sari

FLC3	-.054	.212	-.010	-.256	.798
FLC4	-.010	.234	-.002	-.044	.965
Risk	.890	.048	.640	18.359	.000

a. Dependent Variable: DER

LAMPIRAN 2. OUTPUT MODEL 2

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.545 ^a	.297	.293	3.13867

a. Predictors: (Constant), DER, Div.R, Div.UR

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1979.808	3	659.936	66.990	.000 ^a
	Residual	4679.344	475	9.851		
	Total	6659.152	478			

a. Predictors: (Constant), DER, Div.R, Div.UR

b. Dependent Variable: PBV

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.689	.204		3.377	.001
	Div.R	.920	.394	.093	2.335	.020
	Div.UR	.222	.345	.026	.642	.521
	DER	.898	.065	.532	13.710	.000

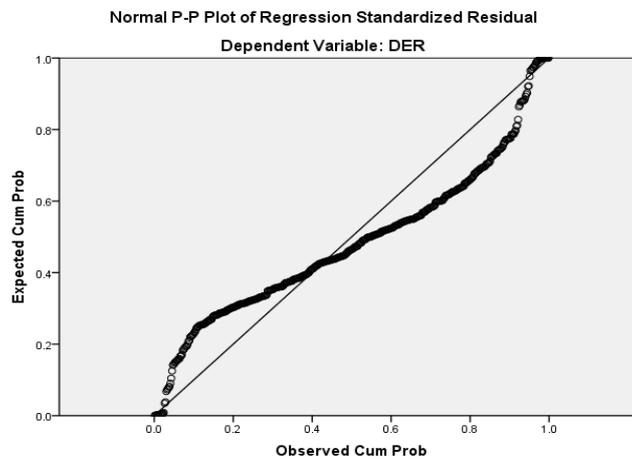
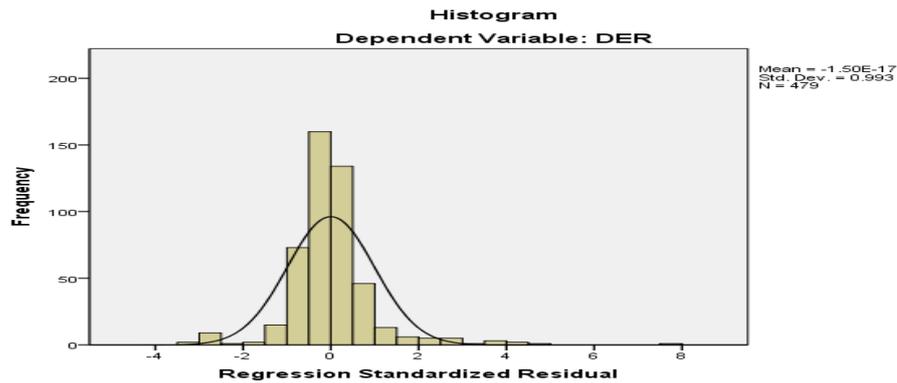
a. Dependent Variable: PBV

LAMPIRAN 3. STATISTIK DESKRIPTIF & UJI ASUMSI KLASIK

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Div.R	479	.00	1.00	.1733	.37888
Div.UR	479	.00	1.00	.2526	.43496
DER	479	.08	39.79	1.4002	2.21077

PBV	479	.13	49.82	2.1617	3.73246
FLC1	479	.00	1.00	.0877	.28313
FLC2	479	.00	1.00	.2255	.41833
FLC3	479	.00	1.00	.2338	.42370
FLC4	479	.00	1.00	.1649	.37150
Risk	479	.03	28.17	.7978	1.58939
Valid N (listwise)	479				



Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Risk, FLC2, Div.R, FLC1, Div.UR, FLC4, FLC3		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: abresid

Model Summary^b

Septi Diana Sari

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.635 ^a	.403	.394	1.00984

a. Predictors: (Constant), Risk, FLC2, Div.R, FLC1, Div.UR, FLC4, FLC3

b. Dependent Variable: abresid

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	324.725	7	46.389	45.490	.000 ^a
	Residual	480.311	471	1.020		
	Total	805.036	478			

a. Predictors: (Constant), Risk, FLC2, Div.R, FLC1, Div.UR, FLC4, FLC3

b. Dependent Variable: abresid

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.582	.097		5.975	.000
	Div.R	.384	.127	.112	3.024	.003
	Div.UR	.378	.111	.127	3.414	.001
	FLC1	.240	.179	.052	1.341	.181
	FLC2	-.140	.130	-.045	-1.075	.283
	FLC3	-.335	.130	-.109	-2.585	.010
	FLC4	-.210	.143	-.060	-1.469	.142
	Risk	.478	.030	.585	16.117	.000

a. Dependent Variable: abresid

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	.2760	14.6524	1.0019	.82422	479
Residual	-2.19008	6.49643	.00000	1.00241	479
Std. Predicted Value	-.881	16.562	.000	1.000	479
Std. Residual	-2.169	6.433	.000	.993	479

a. Dependent Variable: abresid

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Risk, FLC2, Div.R, FLC1, Div.UR, FLC4, FLC3		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DER

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Div.R	.921	1.086
	Div.UR	.917	1.090
	FLC1	.832	1.202
	FLC2	.721	1.387
	FLC3	.708	1.412
	FLC4	.756	1.324
	Risk	.962	1.039

a. Dependent Variable: DER

Coefficient Correlations^a

Model		Risk	FLC2	Div.R	FLC1	Div.UR	FLC4	FLC3	
1	Correlations	Risk	1.000	.047	.038	-.099	-.054	.062	.103
		FLC2	.047	1.000	-.026	.312	.031	.402	.443
		Div.R	.038	-.026	1.000	.012	.266	-.061	-.053
		FLC1	-.099	.312	.012	1.000	.001	.282	.308
		Div.UR	-.054	.031	.266	.001	1.000	-.025	-.073
		FLC4	.062	.402	-.061	.282	-.025	1.000	.409
		FLC3	.103	.443	-.053	.308	-.073	.409	1.000
	Covariances	Risk	.002	.000	.000	-.001	.000	.001	.001
		FLC2	.000	.045	-.001	.019	.001	.020	.020
		Div.R	.000	-.001	.043	.001	.010	-.003	-.002
		FLC1	-.001	.019	.001	.086	3.204E-5	.019	.019
		Div.UR	.000	.001	.010	3.204E-5	.033	-.001	-.003
		FLC4	.001	.020	-.003	.019	-.001	.055	.020
FLC3	.001	.020	-.002	.019	-.003	.020	.045		

a. Dependent Variable: DER

