

PENGARUH DIVERSIFIKASI OPERASIONAL TERHADAP STRUKTUR MODAL DENGAN KEPEMILIKAN PEMERINTAH SEBAGAI VARIABEL MODERASI

(Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012)

Indu Prasetya Ning Rahayu, Abdul Rohman¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro

Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

The purposes of this research are (1) to examine the influences of operational diversification on capital structure of a firm, (2) to examine the influences of goverment ownership based on the relation between operational diversification and capital structure. Diversification level is measurd by Jacquemin – Berry entrophy index, while capital structure is measure by book leverage, market leverage and long – term market leverage. Goverment ownership as moderate variabel is measured with dummy variabel. As control variabel, this reasearch used return on Assets, non - current aset ratio, non-debt tax shield, Tobin's Q, biggest stock ratio, board ratio, size and age of firm.

Population of this reasearch consists of all listed non – financial firms in Indonesia Stock Exchange in year 2010 – 2012. The sampling method used in this research in purposive sampling. After doing sampling and processing datas, 147 firms randomly selected. This research use panel data regression to examine the hypothesis.

The empirical evidence show that related diversification significant positive influence on capital structure and unrelated diversification significant negative on capital structure. The result of moderate variabel show that debilitation of goverment ownership negative relation between related diversification and capital structure. Meanwhile, debilitation of goverment ownership positive relation between unrelated diversification and capital structure.

Keywords: Related diversification, unrelated diversification, capital structure, goverment ownership.

PENDAHULUAN

Strategi perusahaan dan kepemilikan perusahaan telah menjadi sorotan dalam berbagai penelitian. Hal ini dikarenakan strategi perusahaan dan kepemilikan perusahaan berpengaruh terhadap berbagai keputusan perusahaan. Salah satu strategi yang dilakukan perusahaan adalah melakukan diversifikasi operasional yaitu mengembangkan segmen usaha. Struktur modal perusahaan merupakan hal penting dan sangat berpengaruh terhadap aktivitas perusahaan. Penelitian ini menganalisis struktur modal perusahaan pada perusahaan yang melakukan diversifikasi produk, baik perusahaan milik pemerintah maupun perusahaan non- pemerintah (swasta).

Menurut Satoto (2007) dalam Lupitasari (2013), diversifikasi merupakan strategi perusahaan untuk memperluas usahanya dengan membuka unit bisnis atau anak perusahaan baru dalam lini bisnis yang sama maupun dalam lini bisnis yang berbeda dari bisnis inti perusahaan. Menurut Bettis dan Mahajan dalam Verawati (2012), diversifikasi bisnis adalah keanekaragaman jenis usaha baik yang saling berkaitan (*related business*) maupun yang tidak saling berkaitan (*unrelated business*). Perusahaan

dikatakan melakukan diversifikasi-berhubungan jika usaha yang dilakukan masih berhubungan dengan usaha inti perusahaan dan masih berada pada satu industri yang sama, sedangkan perusahaan dikatakan melakukan diversifikasi-tidak-berhubungan jika usaha yang dihasilkan tidak berhubungan dengan usaha inti perusahaan dan berada dalam industri yang berbeda. Strategi diversifikasi-berhubungan lebih mengandalkan sinergi operasional di seluruh lini bisnis.

Menurut Pandya dan Rao (1998), strategi diversifikasi digunakan oleh banyak manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Sedangkan Suwarni dan Pakaryaningsih (2007) dalam Verawati (2012) menyatakan bahwa strategi diversifikasi bertujuan untuk mengurangi tingkat risiko dan tetap memberikan potensi tingkat keuntungan yang cukup. Sepertidinyatakan oleh G.Kingsley Ward untuk tidak menyimpan semua telur dalam satu keranjang yang sama, agar dapat melakukan penyebaran resiko. Dengan penerapan diversifikasi, diharapkan jika salah satu segmen usaha mengalami kerugian, maka keuntungan yang diperoleh dari segmen usaha yang lain dapat menutupi kerugian tersebut. Selain itu perusahaan yang melakukan diversifikasi dapat melakukan *tax savings* dengan melakukan *offseting* kerugian pada beberapa segmen (Lewellen,1971 dalam Su 2010). Berdasarkan *coinsurance effect* ini perusahaan terdiversifikasi dapat memiliki hutang yang lebih tinggi daripada perusahaan non-diversifikasi.

Organizational economics menjelaskan bahwa karakteristik dari diversifikasi-tidak-berhubungan dan diversifikasi-berhubungan memerlukan sumber pendanaan yang berbeda (Su,2010). Menurut *organizational economics*, perusahaan melakukan diversifikasi untuk memanfaatkan sumber daya berlebih yang dimiliki oleh perusahaan. Chatterjee dan Wernerfelt (1988) serta Kochhart (1998) dalam Wardhani dan Hasibuan (2011) berpendapat bahwa perusahaan yang menerapkan strategi diversifikasi-berhubungan akan membuat manajemen untuk memberikan perhatian khusus terhadap aset tertentu. Tersedianya aset khusus yang dimiliki perusahaan semakin memudahkan perusahaan untuk melakukan strategi diversifikasi-berhubungan. Sementara untuk diversifikasi-tidak-berhubungan, perusahaan perlu meningkatkan asetnya yang tidak spesifik bagi perusahaan. Oleh karena itu, diversifikasi-tidak-berhubungan kemungkinan menggunakan pendanaan hutang sedangkan diversifikasi berhubungan cenderung menggunakan pendanaan internal (Su, 2010).

Dalam menjalankan kegiatan perusahaan, diperlukan modal untuk membiayai aktivitas perusahaan, baik aktivitas operasional maupun investasi. Manajer berperan dalam menentukan pendanaan yang efisien bagi perusahaan, baik modal yang bersumber dari dalam ataupun dari luar perusahaan. Perbandingan antara jumlah hutang dengan modal sendiri disebut dengan struktur modal (Riyanto, 2013). Struktur modal perusahaan tergantung pada karakteristik sumber daya perusahaan serta strategi yang diterapkan oleh perusahaan. Sumber internal diperoleh dari dalam perusahaan, berupa laba ditahan dan depresiasi. Dana internal digunakan dengan harapan perusahaan tidak perlu melakukan pembayaran bunga, tetapi jumlahnya terbatas. Sedangkan sumber eksternal adalah sumber dana yang berasal dari luar perusahaan, berupa hutang/pinjaman dari *supplier*, bank, atau pasar modal. Dana eksternal digunakan dengan harapan perusahaan dapat memperoleh dana yang besar.

Perusahaan di Indonesia dimiliki oleh dua pihak, yaitu pihak pemerintah dan non-pemerintah (swasta). Menurut Su (2010) pemerintah memiliki pengaruh yang besar terhadap pemilihan manajer sebagai pengelola perusahaan. Dengan demikian perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah diasumsikan dapat mengendalikan manajer dan cenderung melakukan diversifikasi-berhubungan dengan menggunakan pendanaan hutang sedangkan perusahaan swasta dimana pemegang saham lemah dalam mengendalikan manajer cenderung melakukan diversifikasi-tidak-berhubungan dengan menggunakan pendanaan internal. Berdasarkan uraian diatas, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan dengan berusaha untuk menjawab 3 pertanyaan sebagai berikut.

1. Apakah diversifikasi-berhubungan berpengaruh negatif terhadap struktur modal ?
2. Apakah diversifikasi-tidak-berhubungan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal?
3. Apakah kepemilikan pemerintah berpengaruh positif terhadap hubungan antara diversifikasi-berhubungan dengan struktur modal?
4. Apakah kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif terhadap hubungan antara diversifikasi-tidak-berhubungan dengan struktur modal?

TELAAH PUSTAKA

Teori Agensi

Menurut Fetri (2014), teori keagenan merupakan teori yang menjelaskan hubungan antara pemilik saham (*principal*) sebagai pemberi wewenang dengan manajer (*agent*) sebagai penerima wewenang. Jensen dan Meckling dalam Kurniasari (2011) menyatakan bahwa hubungan keagenan merupakan suatu kontrak antara *principal* dan *agent*. *Principal* memberikan wewenang kepada *agent* untuk membuat keputusan terbaik atas nama *principal*. Terdapat pemisahan kekuasaan antara pemilik saham dan manajer. Manajer berkewajiban untuk menjalankan perusahaan dan melaporkan kepada pemegang saham secara lengkap dan terbuka. Sedangkan pemegang saham berkewajiban mengawasi dan memperhatikan serta memberikan penghargaan kepada kinerja manajer.

Adanya pemisahan tugas tersebut dapat menimbulkan konflik karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham (konflik keagenan). Pemegang saham menginginkan laba atau deviden yang tinggi dalam perusahaan, sedangkan manajer menghendaki kesejahteraan dan kompensasi maksimum walaupun harus bertindak tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Menurut Eisenhardt (1989) dalam Kurniasari (2011), terdapat tiga asumsi sifat dasar manusia untuk menjelaskan teori keagenan yaitu (1) pada umumnya manusia mementingkan diri sendiri (*self interest*), (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan (3) manusia selalu menghindari resiko (*risk averse*). Dari pernyataan diatas sangat dimungkinkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingannya sendiri (*opportunistic*).

Teori Trade-Off

Menurut Fetri (2014), *trade-off theory* menyatakan adanya keseimbangan antara manfaat penghematan pajak melalui pendanaan dengan hutang dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi akibat penggunaan hutang. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan cenderung mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan tingkat hutangnya. Menurut Myers dalam Fetri (2014) perusahaan akan menambah hutangnya hingga tingkat tertentu, dimana penghematan pajak dari penambahan hutang sama dengan biaya kebangkrutan. Ini menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki pajak tinggi cenderung menggunakan hutang dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki pajak rendah. Tetapi penggunaan hutang yang terlalu tinggi dapat menyebabkan bahaya kebangkrutan dan biaya agensi yang tinggi. Menurut teori ini struktur modal mencapai optimal pada saat penggunaan hutang dapat menyeimbangkan antara manfaat dan biaya kebangkrutan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Teori Pecking Order

Teori *pecking order* dikemukakan oleh Myers (1984). Menurut Fetri (2014) berdasarkan teori *pecking order*, perusahaan menyukai pendanaan internal karena dana ini tidak dapat menurunkan harga saham. Jika membutuhkan dana eksternal, perusahaan menerbitkan hutang terlebih dahulu dan menerbitkan ekuitas sebagai pilihan terakhir untuk menghindari efek informasi dari penerbitan saham baru. Teori ini berdasarkan asumsi asimetris dimana manajer lebih banyak tahu tentang profitabilitas dan prospek perusahaan daripada investor. Pada umumnya penerbitan saham baru perusahaan dipandang negatif oleh investor. Hal ini karena investor tidak dapat mengukur nilai sebenarnya dari penerbitan saham baru karena dihargai terlalu tinggi. Menurut teori ini perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi memiliki tingkat hutang yang rendah dikarenakan memerlukan pembiayaan eksternal yang sedikit, sedangkan perusahaan dengan profitabilitas rendah cenderung memiliki hutang yang lebih tinggi karena dana internal yang kurang memenuhi (Husnan, 2000).

Diversifikasi

Menurut Harto (2005) dalam Verawati (2012), 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. Menurut IAI (2001),

diversifikasi operasional adalah komponen perusahaan yang dapat dibedakan dalam menghasilkan produk atau jasa (baik produk atau jasa individual maupun kelompok atau jasa terkait) dan komponen itu memiliki risiko dan imbalan yang berbeda dengan resiko dan imbalan segmen lain. Menurut Mehdi (2011) dalam Lupitasari (2013), perusahaan dikatakan melakukan diversifikasi apabila memiliki lebih dari satu segmen. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa diversifikasi merupakan strategi perusahaan dalam mengembangkan usahanya dengan cara menambah segmen, baik yang berhubungan maupun tidak. Terdapat dua pendekatan dalam strategi diversifikasi yaitu strategi diversifikasi-berhubungan dan diversifikasi-tidak-berhubungan. Diversifikasi-berhubungan adalah diversifikasi yang memiliki keterkaitan antar unit dan masih berada dalam kelompok industri yang sama, sedangkan diversifikasi-tidak-berhubungan merupakan diversifikasi yang tidak memiliki hubungan dan berada pada kelompok industri yang berbeda (Aisjah,2010).

Montgomery (1994) dalam Atami (2012) menjelaskan tiga pandangan alasan dilaksanakannya diversifikasi perusahaan, yaitu;

1. Pandangan kekuatan pasar (*market power view*), yaitu diversifikasi merupakan alat untuk menumbuhkan pengaruh anti kompetisi yang bersumber pada konglomerasi. Dimana ketika perusahaan tumbuh seiring dengan pertumbuhan pangsa pasar yang semakin tinggi menyebabkan tingkat konsentrasi industri semakin tinggi dan menyebabkan berkurangnya persaingan akibat dominasi usaha.
2. Pandangan yang mendasarkan pada sumber daya (*resource based view*) yang dimiliki perusahaan. Tujuan diversifikasi adalah untuk memanfaatkan kelebihan kapasitas dari sumber daya perusahaan. Tingkat optimal diversifikasi tiap perusahaan berbeda sesuai dengan sumber daya yang dimiliki perusahaan.
3. Pandangan prespektif keagenan (*agency view*), terjadinya konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer. Manajer kemungkinan bertindak tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Manajer mempunyai kecenderungan melakukan diversifikasi untuk memenuhi kepentingannya. Kinerja manajer sering kali dikaitkan dengan tingkat penjualan, sehingga diversifikasi merupakan alat yang efektif untuk meningkatkan pendapatan perusahaan.

Faktor yang dipertimbangkan untuk menentukan apakah segmen usaha berhubungan atau tidak menurut Verawati (2012) adalah karakteristik produk, karakteristik proses produksi, golongan pelanggan, metode pendistribusian dan karakteristik iklim regulasi.

Jumlah segmen perusahaan dapat diketahui dari laporan keuangan perusahaan. Pelaporan ini diwajibkan mulai tahun 2001 oleh Dewan Standar Akuntansi Keuangan yang mengeluarkan PSAK No. 05 Revisi 2009 mengenai pelaporan segmen (IAI, 2001). Menurut peraturan tersebut, perusahaan diwajibkan melakukan pengungkapan masing-masing segmen yang dilakukan oleh perusahaan jika memenuhi kriteria penjualan, aktiva dan laba usaha tertentu.

Kepemilikan Pemerintah

Menurut Undang Undang Republik Indonesia No 19 tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara (BUMN), BUMN adalah badan usaha yang seluruh atau sebagian besar modalnya dimiliki oleh negara melalui penyertaan secara langsung yang berasal dari kekayaan negara yang dipisahkan. Perusahaan Perseroan (Persero), adalah BUMN berbentuk perseroan terbatas yang tujuan utamanya mengejar keuntungan dan modalnya terbagi atas saham dan sedikitnya 51% saham dimiliki oleh negara. Perusahaan Umum (Perum) adalah BUMN yang bertujuan untuk kemanfaatan umum dan seluruh modalnya dimiliki oleh pemerintah dan tidak terbagi atas saham.

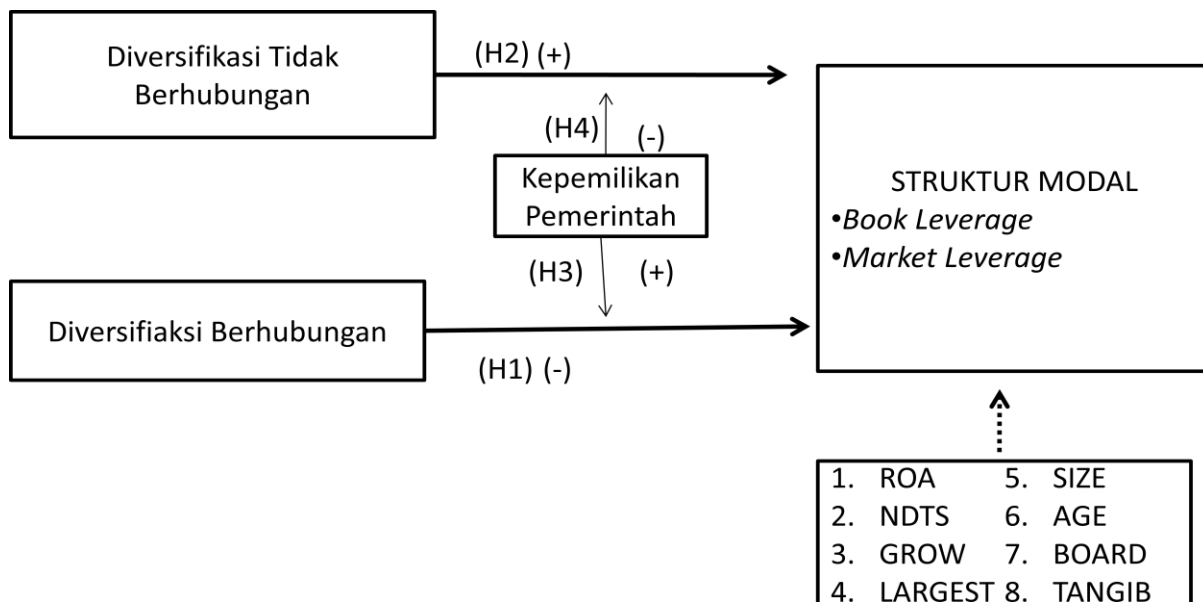
Kerangka Pemikiran

Diversifikasi usaha dalam penelitian ini dispesifikan menjadi diversifikasi-berhubungan dan diversifikasi-tidak-berhubungan. Diversifikasi-berhubungan adalah strategi perusahaan dalam memperluas segmen dengan melakukan usaha baru yang masih berkaitan dengan bisnis inti dan masih

berada pada industri yang sama. Diversifikasi-tidak-berhubungan adalah strategi perusahaan dalam memperluas segmen dengan melakukan usaha baru yang tidak berhubungan dengan bisnis inti perusahaan dan berada dalam industri yang berbeda. Pengukuran tingkat diversifikasi perusahaan dalam penelitian ini menggunakan Jacquemin – Berry *entropy index* sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Larry D.Su pada tahun 2010. Struktur modal di proksikan oleh variabel *book leverage ratio* dan *market leverage ratio*. Kedua variabel ini menggambarkan daya perusahaan dibandingkan nilai buku aset dan nilai pasar. Kepemilikan pemerintah sebagai variabel moderator dalam penelitian ini di ukur dengan variabel *dummy*, dimana diberi angka 1 apabila perusahaan dimiliki oleh pemerintah dan diberi angka 0 apabila dimiliki oleh non pemerintah (swasta). Penelitian ini menggunakan delapan variabel kontrol sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Larry D.Su (2010). Delapan variabel kontrol tersebut adalah *Return On Asset*, Rasio Aset Tetap, *Non – Debt Tax Shield*, *Tobin’s Q*, *Largest*, *Board*, ukuran dan umur perusahaan. ROA digunakan untuk mengukur profitabilitas . Secara lebih jelas, kerangka pemikiran disajikan pada Gambar 1.

Gambar 1

Kerangka Pemikiran



Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Diversifikasi Operasional Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Sebuah perusahaan diversifikasi dapat melakukan penghematan pajak dengan melakukan *offsetting* kerugian pada beberapa segmen untuk keuntungan pada segmen lainnya (Su, 2010). Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan segmen yang lebih banyak berkesempatan untuk mendapatkan hutang yang lebih besar. *Organizational economics* menunjukkan bahwa karakteristik ekonomi dari strategi berhubungan dan tidak berhubungan memerlukan jenis pembiayaan yang berbeda. Kelebihan aktiva non spesifik perusahaan lebih mungkin digunakan untuk peningkatan diversifikasi-tidak-berhubungan, sedangkan adanya kelebihan aktiva spesifik lebih mungkin digunakan untuk peningkatan diversifikasi berhubungan.

Secara umum kreditur kurang bersedia untuk membiayai proyek dengan aset yang spesifik karena nilai likuidasi yang rendah saat terjadi kebangkrutan, sehingga perusahaan cenderung menggunakan pembiayaan ekuitas daripada hutang. Berdasarkan teori keagenan kekuasaan pemegang saham yang tinggi akan mengurangi konflik kepentingan yang muncul dalam perusahaan. Sebaliknya kreditur lebih bersedia untuk membiayai proyek dengan aset kurang spesifik, sehingga proyek dengan aset yang kurang spesifik akan cenderung dibiayai dengan hutang. Tetapi kreditur tidak memiliki

kekuasaan dalam mengawasi kinerja manajer. Apabila manajer berkeinginan untuk melemahkan kekuasaan pemegang saham maka cenderung memilih menggunakan pendanaan hutang dibanding ekuitas. Berdasarkan argumen tersebut hipotesis yang dikembangkan pada penelitian ini adalah:

H1. Diversifikasi-berhubungan berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

H2. Diversifikasi-tidak-berhubungan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Pengaruh Kepemilikan Pemerintah Terhadap Hubungan Diversifikasi Operasional dengan Struktur Modal

Teori keagenan menjelaskan mengenai konflik yang terjadi antara manajer dan pemegang saham karena adanya perbedaan kepentingan. Menurut Su (2010) teori keagenan menunjukkan bahwa manajer melakukan diversifikasi karena adanya motif pribadi. Jensen dan Meckling (1986) dalam Su (2010) berpendapat bahwa manajerpada perusahaan dengan kas berlebih akan cenderung memanfaatkan kas untuk proyek lain daripada membayar deviden karena dapat mengurangi sumber daya yang mereka kontrol. Manajer akan lebih mementingkan kepentingan sendiri dengan melakukan diversifikasi daripada mementingkan kepentingan pemegang saham dengan membayarkan sebagai deviden.

Menurut Su (2010) jika pemegang saham dapat membatasi perilaku oportunistik manajer maka perusahaan akan cenderung mengadopsi strategi diversifikasi-berhubungan dan pemegang saham akan menyarankan untuk menggunakan pembiayaan hutang untuk mendisiplinkan manajer. Sebaliknya apabila tata kelola perusahaan lemah dan manajer memiliki kekuasaan direksi yang besar, perusahaan akan cenderung menerapkan strategi diversifikasi-tidak-berhubungan dan umumnya tidak menggunakan dana hutang. Sehingga diversifikasi-tidak-berhubungan berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang perusahaan. Pemerintah sebagai pemegang saham dinilai memiliki pengaruh yang besar terhadap keputusan manajer, dimana pemerintah memiliki lebih dari setengah saham perusahaan. Berdasarkan argumen tersebut terdapat dua hipotesis yang dikembangkan pada penelitian ini adalah:

H3. Kepemilikan pemerintah berpengaruh positif terhadap hubungan antara diversifikasi-berhubungan dengan struktur modal.

H4. Kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif terhadap hubungan antara diversifikasi-tidak-berhubungan dengan struktur modal.

Variabel penelitian

Variabel dependen: Struktur modal (*book leverage* dan *market leverage*).

Variabel independen : Diversifikasi-berhubungan dan diversifikasi-tidak-berhubungan.

Variabel kontrol: ROA, NDTs, Grow, Largest, Size, Age.

Tabel 1

Variabel Operasional

NO	NAMA VARIABEL	CARA PERHITUNGAN
1.	Book Leverage (BLEV)	$BLEV = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total aset}}$
2.	Market Leverage (MLEV)	$MLEV = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total aset} - \text{nilai buku ekuitas} - \text{pajak tangguhan} + \text{MVE} + \text{saham preferen}}$
3.	Entropy Index Unrelated Diversification (EIUD)	$EIUD = \sum_{k=1}^m P_{j,k} \ln\left(\frac{1}{P_{j,k}}\right)$
4.	Entropy Index Related Diversification (EIRD)	$EIRD = \sum_{k \& l}^m P_{j,k} \ln\left(\frac{1}{P_{j,k}}\right)$
5.	Kepemilikan Pemerintah (STATE)	Dummy Variabel

6.	Return on Assets (ROA)	$ROA = \frac{EAT}{TotalAsset}$
7.	Non Debt Tax Shield (NDTS)	$NDTS = \frac{biaya\ depresi}{total\ akiva}$
8.	Grow	$Q\ ratio = \frac{total\ market\ value}{total\ aset}$
9.	Largest	$Largest = \frac{saham\ terbesar\ pemegang\ saham}{total\ saham\ beredar}$
10.	Size	$SIZE = Log\ Total\ asset$
11.	Age	Lama perusahaan telah <i>go public</i>
12.	Board	$Board = \frac{jumlah\ dewan\ direksi\ pemilik\ saham}{jumlah\ seluruh\ dewan\ direksi}$

Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan nonkeuangan yang melakukan diversifikasi usaha dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010 - 2012. Penelitian ini menggunakan 96 sampel perusahaan selama 3 tahun. Penentuan sampel yang digunakan untuk meneliti populasi didasarkan pada pemenuhan kriteria-kriteria tertentu. Kriteria-kriteria tersebut meliputi:

1. Perusahaan memiliki kelengkapan data yang dibutuhkan selama periode pengamatan dan data kepemilikan saham perusahaan dan rasio *leverage* dalam *Indonesia Capital Directory Market (ICMD)*.
2. Penentuan klasifikasi perusahaan tergolong perusahaan keuangan atau tidak berdasarkan pada Bursa Efek Indonesia.
3. Penentuan klasifikasi perusahaan melakukan diversifikasi-berhubungan atau tidak-berhubungan berdasarkan kelompok industri pada Bursa Efek Indonesia.
4. Disajikan dalam rupiah.

Jenis, Sumber dan Pengumpulan Data

Jenis data yang digunakan peneliti dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang meliputi laporan keuangan yang telah dipublikasikan yang diambil dari database Bursa Efek Indonesia, data-data dari laporan keuangan selama periode tahun 2010-2012. Metode pengumpulan data yang dibutuhkan untuk mengumpulkan data dalam penelitian ini antara lain dengan mengumpulkan dokumentasi dimana peneliti mencari data langsung dari catatan-catatan atau laporan keuangan yang ada pada Bursa Efek Indonesia. Data sekunder yang diambil dari BEI terdiri dari laporan laba rugi dan laporan arus kas setiap perusahaan manufaktur yang terdaftar dan sesuai dengan kriteria pemilihan sampel.

Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah model analisis regresi data panel. Analisis regresi data panel dimaksudkan untuk menguji sejauh mana dan bagaimana arah variabel-variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen dengan data *cross section* dan data *time series*. Analisis yang digunakan untuk menguji persamaan tersebut secara matematis dirumuskan sebagai berikut :

Model Hipotesis 1

$$STRUKTUR\ MODAL = \alpha + EIRD + ROA + TANGIB + NDTS + GROW + LARGEST + BOARD + SIZE + AGE + e$$

Model Hipotesis 2

$$STRUKTUR\ MODAL = \alpha + EIUD + ROA + TANGIB + NDTS + GROW + LARGEST + BOARD + SIZE + AGE + e$$

Model Hipotesis 3

$$STRUKTUR\ MODAL = \alpha + EIRD + EIRD \times STATE + ROA + STDROA + TANGIB + NDTS + GROW + LARGEST + BOARD + SIZE + AGE + e$$

Model Hipotesis 4

$$\text{STRUKTUR MODAL} = \alpha + \text{EIUD} + \text{EIUD} \times \text{STATE} + \text{ROA} + \text{STDROA} + \text{TANGIB} + \text{NDTS} + \text{GROW} + \text{LARGEST} + \text{BOARD} + \text{SIZE} + \text{AGE} + e$$

Keterangan

STRUKTUR MODAL = dihitung dengan dua proksi yaitu, BLEV (Book value) dan MLEV (Market value)

- EIUD = Diversifikasi-tidak-berhubungan.
- EIRD = Diversifikasi-berhubungan.
- STATE = Kepemilikan Pemerintah.
- ROA = Return to Total Asset.
- GROW = Pertumbuhan Perusahaan.
- NTDS = Non – debt tax Shield.
- LARGEST = Rasio persentase saham terbesar.
- BOARD = Rasio jumlah dewan direksi yang memiliki saham.
- SIZE = Log total asset.
- AGE = Lama perusahaan go publik.

Pengujian Hipotesis

Pengujian ini untuk mengetahui pengaruh variabel independen diversifikasi-berhubungan dan diversifikasi-tidak-berhubungan serta variabel moderasi kepemilikan pemerintah terhadap variabel dependen berupa struktur modal yang diukur dengan *book leverage* dan *market leverage* dengan menggunakan uji t, uji F dan uji R². Terdapat 8 model regresi dalam penelitian ini terdiri dari dua model regresi untuk setiap hipotesis.

Tabel 2

Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t) pada Hipotesis 1

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	,869	,550		1,582	,123
EIRD_2	-,214	,113	-,352	-1,885	,068
GROW_2	,001	,001	,134	,845	,404
LogROA	,053	,043	,199	1,227	,228
LogTANGI B	,111	,166	,108	,669	,508
A LogNDTS	,061	,081	,114	,756	,455
LogLARGE ST	-,393	,265	-,246	-1,484	,147
LogBOARD	-,316	,162	-,371	-1,949	,059
LogSIZE	-,201	,302	-,101	-,666	,510
LogAGE	-,334	,128	-,419	-2,598	,014
(Constant)	-1,254	,366		-3,428	,002
EIRD_2	-,500	,278	-,325	-1,797	,081
LogTANGIB	,625	,402	,241	1,555	,129
GROW_2	-,006	,003	-,367	-2,309	,027
SIZE_2	,001	,001	,209	1,479	,148
B ROA_2	,219	,110	,320	1,985	,055
InvrslARGE ST	-8,577	7,706	-,171	-1,113	,273
InvrslBOARD	,127	,054	,450	2,376	,023
InvrslAGE	1,099	,872	,190	1,260	,216
InvrslNDTS	,002	,001	,297	2,116	,042

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2014.

Berdasarkan hasil Uji t pada hipotesis 1

1. *Realted diversification* (EIRD) secara konsisten berpengaruh negatif terhadap kedua proksi struktur modal yaitu *book leverage* dan *market leverage*.
2. Variabel kontrol *board* secara konsisten berpengaruh terhadap strutur modal.
3. Variabel kontrol *age* secara parsial hanya berpengaruh terhadap variabel *book leverage*.
4. Variabel kontrol *grow*, ROA dan NDTs secara parsial hanya berpengaruh terhadap *market leverage*.

Tabel 3

Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t) pada Hipotesis 2

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized	T	Sig.	
	B	Std. Error	Coefficients Beta			
C	(Constant)	-,609	,198		-3,077	,004
	EIUD_2	,287	,106	,600	2,708	,010
	ROA_2	-,138	,056	-,511	-2,470	,019
	LARGEST_2	-6,879E-005	,000	-,545	-2,982	,005
	LogGROW	-,040	,107	-,066	-,376	,709
	InvrSBOARD	,010	,015	,111	,689	,496
	InvrSNDTS	,000	,000	-,072	-,445	,659
	InvrSROA	,050	,020	,450	2,473	,018
	InvrSIZE	1,259	1,221	,147	1,031	,310
	InvrAGE	,766	,344	,336	2,225	,033
	D	(Constant)	-3,436	1,062		-3,236
EIUD_2		,336	,176	,278	1,906	,065
LogLARGEST		1,248	,550	,308	2,269	,030
LogBOARD		-,908	,339	-,422	-2,679	,011
TANGIB_2		,699	,408	,239	1,711	,096
GROW_2		-,006	,002	-,362	-2,620	,013
InvrROA		,000	,000	-,214	-1,637	,111
InvrNDTS		,001	,001	,243	1,830	,076
InvrSIZE		-3,816	2,866	-,175	-1,332	,192
InvrAGE		1,205	,831	,209	1,451	,156

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2014.

Berdasarkan hasil Uji t pada hipotesis 2

1. *Unrealtd diversification* (EIUD) secara konsisten berpengaruh positif terhadap kedua proksi struktur modal yaitu *book leverage* dan *market leverage*.
2. Variabel kontrol *largest* dan *board* secara konsisten berpengaruh terhadap strutur modal.
3. Variabel kontrol *age* secara parsial hanya berpengaruh terhadap variabel *book leverage*.
4. Variabel kontrol *tangib*, *grow* dan NDTs secara parsial hanya berpengaruh terhadap *market leverage*.

Tabel 4

Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t) pada Hipotesis 3

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized	T	Sig.	
	B	Std. Error	Coefficients Beta			
E	(Constant)	,817	,167		4,898	,000
	EIRD_2	-,149	,071	-,343	-2,100	,043
	STATELnEIRD	,061	,032	,319	1,877	,069
	LogBOARD	-,099	,106	-,161	-,934	,357
	LogAGE	-,168	,093	-,290	-1,802	,080

	GROW_2	,001	,001	,294	1,905	,065
	LARGEST_2	-4,447E-005	,000	-,488	-2,874	,007
	TANGIB	,027	,147	,032	,181	,857
	NDTS	,148	,236	,101	,628	,534
	SIZE	-,010	,007	-,188	-1,331	,192
	ROA	,020	,056	,059	,364	,718
	(Constant)	-,143	,347		-,411	,684
	STATEInvsEIRD	,011	,004	,790	2,532	,016
	EIRD_2	-,032	,065	-,085	-,494	,624
	LogLARGEST	,021	,165	,021	,125	,901
	LogBOARD	-,195	,096	-,366	-2,035	,050
F	LogSIZE	,232	,185	,187	1,254	,219
	LogAGE	-,135	,085	-,268	-1,594	,121
	InvsTANGIB	,005	,009	,078	,513	,612
	InvsNDTS	,000	,000	,330	1,897	,067
	InvsGROW	,004	,023	,033	,185	,854
	InvsROA	,000	,000	-,576	-1,843	,074

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2014.

Berdasarkan hasil Uji t pada hipotesis 3

1. *Realted diversification* (EIRD) secara konsisten berpengaruh negatif terhadap kedua proksi struktur modal yaitu *book leverage* dan *market leverage*.
2. Variabel moderasi yaitu kepemilikan pemerintah berpengaruh positif dan berhasil memoderasi hubungan antara diversifikasi-berhubungan dengan struktur modal
3. Variabel kontrol *age*, *grow*, dan *largest* secara parsial hanya berpengaruh terhadap variabel *book leverage*.
4. Variabel kontrol *board* secara parsial hanya berpengaruh terhadap *market leverage*.

Tabel 5

Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t) pada Hipotesis 4

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized	T	Sig.
	B	Std. Error	Coefficients Beta		
(Constant)	,335	,383		,875	,390
EIUD	,202	,096	,500	2,109	,045
STATELnEIUD	-1,714	,961	-,257	-1,785	,086
TANGIB	,455	,162	,505	2,807	,009
GROW	-,015	,013	-,234	-1,139	,265
G LogLARGEST	-,323	,193	-,289	-1,673	,106
InvsNDTS	,000	,000	-,166	-1,070	,294
InvsBOARD	,034	,020	,395	1,723	,097
InvsSIZE	2,762	1,219	,409	2,265	,032
InvsAGE	,314	,278	,197	1,131	,268
ROA	-,133	,078	-,364	-1,708	,099

H (Constant)	-,128	,251		-,511	,613
EIUD	,094	,048	,275	1,945	,063
STATELnEIUD	-1,989	,645	-,354	-3,083	,005
TANGIB	,291	,111	,382	2,622	,014
GROW	-,029	,009	-,549	-3,353	,002
LogLARGEST	,138	,123	,146	1,123	,272
InvrROA	-2,488E-005	,000	-,042	-,341	,736
InvrNDS	,000	,000	,198	1,595	,123
InvrBOARD	,022	,013	,305	1,682	,104
InvrSIZE	-,885	,778	-,155	-1,137	,266
InvrAGE	,077	,188	,057	,409	,686

Sumber: Data sekunder yang diolah,2014.

Berdasarkan hasil Uji t pada hipotesis 4

1. *Unrealtd diversification* (EIUD) secara konsisten berpengaruh positif terhadap kedua proksi struktur modal yaitu *book leverage* dan *market leverage*.
2. Variabel moderasi yaitu kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif dan berhasil memoderasi hubungan antara diversifikasi-tidak-berhubungan dengan struktur modal.
3. Variabel kontrol *tangib* secara konsisten berpengaruh terhadap kedua proksi dari struktur modal yaitu *book leverage* dan *market leverage*.
4. Variabel kontrol *board*, *size*, dan ROA secara parsial hanya berpengaruh terhadap variabel *book leverage*.
5. Variabel kontrol *grow* secara parsial hanya berpengaruh terhadap *market leverage*.

Tabel 6
Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
A	Regression	1,057	9	,117	2,060	,061 ^b
	Residual	1,997	35	,057		
	Total	3,054	44			
B	Regression	7,580	9	,842	2,448	,028 ^b
	Residual	12,040	35	,344		
	Total	19,620	44			
C	Regression	1,250	9	,139	2,696	,017 ^b
	Residual	1,804	35	,052		
	Total	3,054	44			
D	Regression	9,233	9	1,026	3,457	,004 ^b
	Residual	10,387	35	,297		
	Total	19,620	44			
E	Regression	,698	10	,070	2,747	,014 ^b
	Residual	,864	34	,025		
	Total	1,562	44			
F	Regression	,724	10	,072	2,560	,026 ^b
	Residual	,735	26	,028		
	Total	1,459	36			
G	Regression	,705	10	,070	5,441	,000 ^b
	Residual	,337	26	,013		
	Total	1,041	36			

Sumber: Data sekunder yang diolah,2014.

Berdasarkan tabel 6 pada model A dan B diketahui bahwa diversifikasi-berhubungan dan variabel kontrol secara simultan berpengaruh terhadap struktur modal. berdasarkan model C dan D diketahui

bahwa secara simultan variabel-tidak-berhubungan dan variabel kontrol berpengaruh terhadap struktur modal. Berdasarkan model E dan F diketahui bahwa diversifikasi-berhubungan, kepemilikan pemerintah dan variabel kontrol secara simultan berpengaruh terhadap struktur modal. Sedangkan apda model G dan H diketahui bahwa diversifikasi-tidak-berhubungan, kepemilikan pemerintah dan variabel kontrol berpengaruh secara simultan terhadap struktur modal.

Tabel 7

Uji Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
A	,588 ^a	,346	,178	,23884
B	,622 ^a	,386	,229	,58651
C	,647 ^a	,418	,268	,57114
D	,686 ^a	,471	,334	,54477
E	,668 ^a	,447	,284	,159422
F	,612 ^a	,374	,185	,14974
G	,704 ^a	,496	,302	,168150
H	,823 ^a	,677	,552	,113793

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2014.

Pada table 7 diketahui bahwa besarnya nilai *adjusted R square* (R^2) model A adalah 0,178 yang berarti bahwa 17,8 persen variasi variabel BLEV dapat dijelaskan oleh variabel EIRD dan variabel kontrol diatas. Sedangkan sisanya sebesar 82,2 persen dijelaskan oleh faktor lain diluar model. Besarnya nilai *adjusted R square* (R^2) model B adalah 0,229. Nilai *adjusted R square* (R^2) model C adalah 0,268. Besarnya nilai *adjusted R square* (R^2) model D adalah 0,334. Nilai *adjusted R square* (R^2) model E adalah 0,284. Besarnya nilai *adjusted R square* (R^2) model F adalah 0,185. Nilai *adjusted R square* (R^2) model G adalah 0,302. Besarnya nilai *adjusted R square* (R^2) model H adalah 0,552.

Pembahasan Hipotesis

Hasil Uji Pengaruh Diversifikasi-Berhubungan Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Hipotesis 1(H1) menyatakan bahwa diversifikasi-berhubungan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Variabel *Leverage* di ukur dengan kedua proksi yaitu *book leveragedan market leverage*. Dari kedua model regresi keduanya menunjukkan tanda negatif dan signifikan terhadap 0,1. Sehingga hipotesis 1 diterima. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan lebih memilih pendanaan internal. Ini dimungkinkan karena perusahaan menggunakan aset atau sumber daya yang dapat digunakan bersamaan antar segmen sehingga dapat mengurangi biaya yang diperlukan. Hal ini dikarenakan segmentasi operasional yang saling berkaitan dapat saling membantu dan menopang segmen lainnya.

Hasil Uji Pengaruh Diversifikasi-Berhubungan Terhadap Struktur Modal Perusahaan Hipotesis 2 (H2) menyatakan bahwa diversifikasi-tidak-berhubungan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Variabel *Leverage* di ukur dengan dua proksi yaitu *book leveragedan market leverage*. Kedua model menunjukkan tanda dan signifikan. Dengan demikian hipotesis kedua diterima. Hal ini didukung teori *trade off* yang menyatakan bahwa perusahaan akan memanfaatkan hutang untuk menghemat pajak. Dengan kata lain semakin tinggi tingkat diversifikasi tidak berhubungan suatu perusahaan maka semakin tinggi pula peluang hutang perusahaan.

Hasil Uji Pengaruh Kepemilikan Pemerintah Terhadap Hubungan Diversifikasi-Berhubungan dengan Struktur Modal

Hipotesis 3 menyatakan kepemilikan pemerintah berpengaruh positif terhadap hubungan antara diversifikasi-berhubungan dengan struktur modal. Variabel *Leverage* di ukur dengan dua proksi yaitu

book leverage dan *market leverage*. Dari kedua model menunjukkan hasil positif. Dengan demikian hipotesis 3 diterima. Hasil ini mengindikasikan perusahaan milik pemerintah yang melakukan diversifikasi-berhubungan cenderung menggunakan pendanaan hutang. Hal ini sesuai dengan teori keagenan yang menyatakan bahwa diversifikasi merupakan motif manager dalam bertindak oportunistik. Pemilik perusahaan (pemerintah) dapat mempengaruhi keputusan dan mencegah tindakan oportunistik manager. Sehingga dapat dikatakan bahwa hutang merupakan salah satu alat untuk mendisiplinkan manager.

Hasil Uji Pengaruh Kepemilikan Pemerintah Terhadap Hubungan Diversifikasi-Tidak-Berhubungan dengan Struktur Modal

Hipotesis 4 menyatakan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif terhadap hubungan antara diversifikasi-tidak-berhubungan dengan struktur modal. Variabel *leverage* diukur dengan dua proksi yaitu *book leverage* dan *market leverage*. Dari kedua model regresi tersebut semuanya menunjukkan tanda positif dan signifikan. Dengan demikian hipotesis 4 diterima. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan milik pemerintah yang melakukan diversifikasi-tidak-berhubungan cenderung menggunakan pendanaan internal. Diversifikasi-tidak-berhubungan dipandang sebagai penurunan nilai bagi pemegang saham (Su, 2010). Dan penggunaan dana internal dipandang sebagai perilaku oportunistik manager untuk mempertahankan dana yang dikuasai dan tidak dibagikan sebagai deviden. Hal ini sesuai dengan teori keagenan yang menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan diversifikasi tidak berhubungan memiliki mekanisme *good governance* yang lemah sehingga cenderung menggunakan pendanaan internal.

PENUTUP

Kesimpulan

Tujuan penelitian ini adalah untuk menjelaskan dan mendapatkan bukti empiris mengenai adanya pengaruh diversifikasi operasional dan kepemilikan pemerintah terhadap struktur modal. Diversifikasi operasional dalam penelitian ini dibedakan menjadi diversifikasi-berhubungan dan diversifikasi-tidak-berhubungan. Sedangkan struktur modal dalam penelitian ini diukur dengan *book leverage* dan *market leverage*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa diversifikasi-berhubungan berpengaruh negatif terhadap struktur modal, diversifikasi-tidak-berhubungan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Dengan demikian **hipotesis 1 dan hipotesis 2 diterima**. Sedangkan hasil uji hipotesis 3 dan 4 menunjukkan bahwa variabel kepemilikan pemerintah berhasil memoderasi hubungan antara diversifikasi operasional dengan struktur modal. Hasil uji menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh positif terhadap hubungan antara diversifikasi-berhubungan dengan struktur modal. Hasil uji model hipotesis 4 menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif terhadap hubungan diversifikasi-tidak-berhubungan dengan struktur modal. Sehingga dapat disimpulkan bahwa **hipotesis 3 dan 4 diterima**.

REFERENSI

- Aisjah, Siti. 2010. Strategi Diversifikasi Korporat, Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. *Journal Aplikasi Manajemen*, Vol. 8 No. 3 Hal. 284 – 294.
- Atami, Aulia pinto. 2010. *Pengaruh Diversifikasi dan Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh Profitabilitas pada Perusahaan Sektor Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007 s/d 2011*. Skripsi. Semarang: Universitas Diponegoro
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2007. *Fundamentals of Financial Management*. 11 ed. USA: Thompson South Western.
- Daning, Yulis. .2009. *Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan yang Melakukan Diversifikasi Usaha: Studi Empiris Perusahaan Publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)*. Skripsi. Malang: Universitas Brawijaya.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hanafi, Mahmud M.2000.*Manajemen Keuangan Internasional*. Yogyakarta: BPFE – Yogyakarta
- Fetri, Norma. 2014. *Analisi Pengaruh Kualitas Corporate Governance Terhadap Struktur Modal*. Skripsi. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Ikatan Akuntan Indonesia, 2001. *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba empat.
- Kurniasari, Anis. 2011.*Pengaruh Diversifikasi Korporat Terhadap Kinerja Perusahaan dan Resiko dengan Moderasi Kepemilikan Manajerial*. Skripsi. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Lupitasari, Dewi. 2013. *Pengaruh Diversifikasi Operasional dan Diversifikasi Geografis Terhadap Manajemen Laba*. Skripsi. Semarang: Universitas Diponegoro.
- PT. Bursa Efek Indonesia. 2008-2012. *Indonesian Capital Market Directory 2010-2012*. Jakarta: PT. Bursa Efek Indonesia.
- Riyanto, Bambang. *Dasar – dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE – Yogyakarta.
- Su, Larry D. 2010. Ownership Structure, Corporate Diversification and Capital Structure. *Jurnal Management Desicion* Vol.48 No.2, 2010.
- Undang – Undang No. 19 Tahun 2003 Tentang Badan Usaha Milik Negara
- Verawati, Diana. 2012. *Pengaruh Diversifikasi Operasi, Diversifikasi Geografis, Leverage dan Struktur kepemilikan terhadap Manajeme Laba*. Skripsi. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Wiliandri, Ruly. 2011.*Pengaruh Blacholder Ownership dan Firm Size terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan*. *Jurnal Ekonomi Bisnis* Th. 16, No.2, Juli 2011.
- Wardhani, Ratna dan A. Sobrina. 2011. *The Effect of Reated and Unrelated Diversification of Capital Structure Policy: Empirical Evidence on Indonesia Companies*. Simposium Nasional. Aceh: Universitas Syiah Kuala Banda Aceh.