

## **PENGARUH DIVERSIFIKASI PRODUK TERHADAP STRUKTUR MODAL DENGAN VARIABEL MODERATING KEPEMILIKAN ASING**

**Joanne**

*Assurance Group CBT*  
Deloitte, Jakarta, Indonesia  
E-mail: [joanne1591@gmail.com](mailto:joanne1591@gmail.com)

**Inugrah Ratia Pratiwi**

Program Studi Akuntansi  
Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Harapan Bangsa, Bandung, Indonesia  
Jalan Dipatiukur 80 – 84, Bandung  
E-mail: [inugrah@ithb.ac.id](mailto:inugrah@ithb.ac.id)

### **ABSTRACT**

*The objectives of this research are to examine the influence of related and unrelated diversification to capital structure, and also to examine moderation of foreign ownership to the relationship of related and unrelated diversification to capital structure on listed firms in Indonesia Stock Exchange. The results of this research show related diversification has negative influence to capital structure, unrelated diversification has positive influence to capital structure, foreign ownership strengthen relationship of related diversification to capital structure, foreign ownership fails to moderate unrelated diversification to capital structure.*

**Keywords:** *capital structure, foreign ownership, related diversification, unrelated diversification, product diversification*

### **ABSTRAK**

*Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh related diversification, dan unrelated diversification terhadap struktur modal serta menguji moderasi kepemilikan asing terhadap hubungan related diversification dan unrelated diversification terhadap struktur modal pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil dari penelitian ini menunjukkan related diversification berpengaruh negatif terhadap struktur modal, unrelated diversification berpengaruh positif terhadap struktur modal, kepemilikan asing memperkuat hubungan related diversification terhadap struktur modal, kepemilikan asing tidak berhasil memoderasi hubungan unrelated diversification terhadap struktur modal.*

**Kata kunci:** *struktur modal, kepemilikan asing, related diversification, unrelated diversification, product diversification*

## PENDAHULUAN

Pendanaan perusahaan *go public* tidak hanya dapat diperoleh melalui pinjaman dari bank dan laba ditahan, namun dapat juga melalui pencatatan saham perdana (*Initial Public Offering/ IPO*), penerbitan saham, dan penerbitan obligasi di pasar modal (Indonesia Stock Exchange, 2014). Data berikut menunjukkan perusahaan yang melakukan aksi-aksi korporasi menunjukkan hasil yang cukup signifikan setiap tahun:

**Tabel 1. Jenis Aksi Korporasi Dan Nilai Emisi**

Jenis Aksi Korporasi	2012	2013	2014
<b>IPO dan <i>Relisting</i></b>	Rp10,136 Triliun (23 emiten)	Rp16,747 Triliun (31 emiten)	Rp4,99 Triliun (19 emiten)
<b><i>Right Issue</i></b>	Rp18,086 Triliun	Rp32,971 Triliun	Rp23,30 Triliun
<b>Obligasi, Sukuk, dan EBA</b>	Rp76,26 Triliun dan US\$20 Juta (68 emisi diterbitkan oleh 52 perusahaan)	Rp58,564 Triliun (61 emisi diterbitkan oleh 47 perusahaan)	Rp26,99 Triliun (28 emisi diterbitkan oleh 26 perusahaan)

**Sumber: Indonesia Stock Exchange (2014)**

Dana-dana yang diperoleh perusahaan *go public* ini berkaitan dengan kebijakan struktur modal yang akan digunakan oleh perusahaan, apakah akan menggunakan banyak hutang dibandingkan dengan modal sendiri atau sebaliknya, atau menggunakan hutang dan modal sendiri dengan seimbang. Dana tersebut juga digunakan oleh perusahaan dengan maksud dan tujuan yang berbeda-beda. PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk yang menerbitkan saham perdananya untuk melunasi hutang-hutangnya dan juga untuk pengembangan pabrik-pabrik (Tempo, 2010). Selain itu, PT Mayora Indah Tbk. menerbitkan obligasi senilai Rp750 miliar yang digunakan untuk mengembangkan usaha perusahaan dan modal kerja perusahaan (Tempo, 2012).

Dana yang diperoleh perusahaan juga digunakan untuk menambah segmen-segmen bisnis lain melalui diversifikasi. Salah satu perusahaan yang melakukan diversifikasi adalah PT Merck Tbk yang memberikan suntikan dana untuk diversifikasi produk dengan menciptakan formula baru untuk Sangobion Kid (Tribun News, 2011). Diversifikasi terdiri dari dua jenis, yaitu diversifikasi berhubungan (*related diversification*) dan tidak berhubungan (*unrelated diversification*). Pada perusahaan yang melakukan strategi *related diversification*, perusahaan akan lebih memperhatikan pada penggunaan aset tertentu. Sementara perusahaan yang melakukan strategi *unrelated diversification* perlu untuk menambah aset yang tidak spesifik untuk perusahaan. Investasi aset untuk strategi diversifikasi dapat diperoleh dari pendanaan internal maupun eksternal seperti *equity* atau long term *debt* (Wardhani & Hasibuan, 2011).

Beberapa penelitian terdahulu menunjukkan bahwa *unrelated diversification* lebih banyak menggunakan *debt* dibandingkan dengan *related diversification*. Pendanaan dengan *equity* lebih banyak digunakan perusahaan apabila melakukan *related*

*diversification* karena kemiripan antar bisnis sehingga apabila terdapat kelebihan aset dapat dilakukan *transferring asset* (Baker & Martin, 2011). Namun, berbeda dengan *unrelated diversification* yang mana perusahaan harus menggunakan aset-aset yang tidak berkaitan dengan bisnis utama. Penelitian yang dilakukan oleh Wardhani dan Hasibuan (2011) terhadap perusahaan-perusahaan *non-financial* di Indonesia juga menunjukkan bahwa *related diversification* memiliki hubungan negatif terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan *related diversification* akan menggunakan sumber pendanaan internal. Sedangkan, *unrelated diversification* menunjukkan hubungan positif signifikan terhadap struktur modal, sehingga akan mempengaruhi struktur modal.

*Unrelated diversification* sering dianggap sebagai kebijakan *opportunistic* para manajer (Baker & Martin, 2011). Oleh karena itu, para *shareholders* akan menggunakan hutang untuk mengendalikan motif pribadi manajer terhadap kebijakan-kebijakan yang kurang menguntungkan seperti *unrelated diversification* (Baker & Martin, 2011). Melalui hutang, para manajer telah mengikat perjanjian bahwa mereka harus mengeluarkan kas di masa depan (Jensen, 1986). Menurut Ramaswamy dan Li (2001) investor asing sering mengalami asimetri informasi karena adanya perbedaan jarak geografis dan juga perbedaan budaya. Oleh karena itu, investor asing mengalami kesulitan untuk bisa memonitor terhadap kebijakan-kebijakan *opportunistic* para manajer. Sehingga, investor asing ini tidak akan bisa memberikan pengaruh terhadap kebijakan *unrelated diversification*

PT Astra International Tbk. berhasil dalam menerapkan strategi *unrelated diversification* meskipun strategi tersebut dianggap sebagai kegiatan *opportunistic manager*. PT Astra International Tbk. memiliki berbagai macam segmen bisnis yang berbeda-beda dari bisnis utamanya, yaitu otomotif. Segmen bisnis lain yang dimiliki oleh Astra International Tbk yaitu jasa keuangan, alat berat dan pertambangan, agribisnis, infrastruktur dan logistik, teknologi informasi, dan pada tahun 2015, Astra International berencana untuk memasuki lini bisnis baru, yaitu properti (Berita Satu, 2014). Dana ini diperoleh dari sumber internal berupa sindikasi *holding company* dan eksternal yang berasal dari perbankan dengan perbandingan 30:70 (Kontan, 2014). Pada tahun 2000, sebanyak 40% saham PT Astra International Tbk telah menjadi milik perusahaan Singapura *Jardine Cycle&Carriage Limited* (JC&C) dan membuat perusahaan Astra semakin berkembang dengan merambah ke berbagai sektor industri (Viva, 2010). Pada Agustus tahun 2005 JC&C membeli saham Astra kembali dan kepemilikannya mencapai 50,11% (Detik Finance, 2005). Dengan demikian, setengah dari saham Astra International Tbk. telah menjadi milik asing. Meskipun sebagian sahamnya telah dimiliki oleh asing dan melakukan berbagai macam diversifikasi yang tidak berkaitan, hutang jangka panjang yang dimiliki PT Astra International Tbk juga lebih sedikit dibandingkan dengan modal yang dimilikinya. Keberadaan JC&C sebagai pemilik asing di PT Astra International Tbk. memiliki kemungkinan untuk memperlemah hubungan antara *unrelated diversification* dengan struktur modal PT Astra International Tbk. Asimetri informasi, perbedaan budaya dan juga geografis, serta risiko mata uang dan politik di negara Indonesia memungkinkan JC&C sebagai pemilik asing mengalami kesulitan dalam mengontrol kebijakan-kebijakan yang dibuat oleh PT Astra International Tbk, termasuk dalam kebijakan struktur modal dan strategi yang dilakukan.

PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk. juga melakukan diversifikasi yang tidak berhubungan. Selain memiliki bisnis utama di pakan ternak, tetapi juga terdapat bisnis

lain seperti peternakan ayam dan sapi, *aquaculture*, produk konsumen. Meskipun bergerak di berbagai bidang tetapi Japfa memiliki jumlah hutang jangka panjang yang lebih sedikit dibandingkan dengan jumlah ekuitas yang dimilikinya, kecuali pada tahun 2013 yang mengalami kenaikan hutang jangka panjang. PT *Japfa Comfeed Indonesia Tbk.* dimiliki oleh *Japfa Holdings Pte. Ltd* (dahulu *Malvolia Pte. Ltd*) sebagai pemegang saham terbesar dengan kepemilikan 57,51% pada tahun 2013. Kepemilikan asing PT *Japfa Comfeed Indonesia Tbk* memiliki kecenderungan memperlemah hubungan *unrelated diversification* terhadap struktur modal. Namun, pada tahun 2013, terjadi peningkatan hutang jangka panjang. Berdasarkan laporan tahunan PT *Japfa Comfeed Indonesia Tbk* tahun 2013, peningkatan hutang jangka panjang karena penerbitan obligasi untuk belanja modal dan penurunan saldo pinjaman modal kerja.

PT Gajah Tunggal Tbk. juga dimiliki oleh dua perusahaan asing, yaitu *Denham Pte. Limited* (49,70%) dan *Compagnie Financiere Michelin* (10%). PT Gajah Tunggal Tbk. merupakan perusahaan manufaktur otomotif yang bergerak pada usaha produksi berbagai jenis ban. Namun, struktur modal PT Gajah Tunggal Tbk. menunjukkan penggunaan hutang jangka panjang yang hampir seimbang dengan ekuitas yang dimilikinya, meskipun berfluktuasi. *Denham Pte. Limited* dan *Compagnie Financiere Michelin* memiliki kemungkinan memperkuat hubungan *related diversification* dengan struktur modal di PT Gajah Tunggal Tbk.

Hasil berbeda ditunjukkan oleh PT Indo Acidatama Tbk yang bergerak pada industri kimia yang memproduksi *ethanol*, *ethyl asetat*, dan produk kimia lainnya. PT Indo Acidatama Tbk. cenderung kurang menggunakan pendanaan dengan hutang. PT Indo Acidatama Tbk, dimiliki oleh perusahaan asing *South East Unicorn Inc*, dengan kepemilikan saham 35,21% pada tahun 2013 mengindikasikan akan memperlemah hubungan *related diversification* dengan struktur modal.

Beberapa penelitian berhasil menguji pengaruh kepemilikan asing terhadap struktur modal. Li, Yue, dan Zhao (2009), Gurunlu dan Gursoy (2010) menunjukkan bahwa kepemilikan asing berpengaruh negatif dengan *leverage*. Sedangkan, Sivathaasan (2013) menyatakan terdapat pengaruh positif signifikan antara kepemilikan asing dengan *leverage*. Beberapa penelitian sejenis pernah dilakukan, yaitu dengan menggunakan variabel moderating kepemilikan keluarga, Hutagalung dan Diyanty (2014) dan kepemilikan pemerintah. Rahayu dan Rohman (2014). Berdasar fakta dan fenomena yang terjadi sektor industri manufaktur diatas, penelitian ini meneliti kepemilikan asing sebagai variabel moderating. Penelitian ini juga menggunakan beberapa variabel kontrol untuk menghindari hasil yang bias karena terdapat faktor-faktor lain yang tidak diteliti. Peneliti menggunakan variabel yang merupakan faktor-faktor penentu struktur modal seperti: *return on asset* (ROA) untuk mengukur profitabilitas, *tangibility*, *size*, *asset growth*, dan *largest* (pemegang saham terbesar).

## TINJAUAN LITERATUR

### 1. Struktur Modal

Struktur modal berkaitan dengan pendanaan perusahaan apakah akan lebih banyak menggunakan hutang atau modal sendiri. Gitman dan Zutter (2012) mendefinisikan struktur modal sebagai berikut: “*the mix of long-term debt and equity maintained by the firm.*”

Dalam penentuan struktur modal, manajer keuangan harus memperhatikan terhadap nilai perusahaan dan juga pemegang saham. Perubahan dalam struktur modal akan memberikan manfaat kepada pemegang saham apabila nilai dari perusahaan bertambah. Oleh karena itu, para manajer sebaiknya memilih struktur modal yang memberikan manfaat kepada pemegang saham (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2010).

## 2. Agency Theory

Masalah keagenan muncul karena pemilik hanya memiliki porsi yang sedikit untuk memperoleh informasi yang tersedia mengenai kinerja perusahaan dan tidak dapat memonitor setiap keputusan atau tindakan para eksekutif (Pearce II & Robinon, Jr, 2009). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa hubungan keagenan merupakan suatu kontrak dari satu atau lebih orang (*principal*) yang mengikat pribadi lain (*agent*) untuk memberikan suatu pelayanan bagi kepentingan mereka dengan mendelegasikan otoritas dalam pembuatan keputusan kepada *agent*. *Principal* dapat membatasi perbedaan dari kepentingannya dengan memberikan insentif bagi *agent* dan dengan membuat biaya pengawasan untuk membatasi penyimpangan dari setiap tindakan *agent*. Hal ini kemudian disebut dengan *agency cost*. Pearce II dan Robinon, Jr (2009) mengartikan *agency cost* sebagai *the cost of agency problems and the cost of actions taken to minimize them*.

## 3. Kepemilikan Asing

Menurut Li, Yue, dan Zhao (2009), yaitu: "*the fraction of paid-in-capital contributed by foreign investors*." Investor asing memiliki berbagai macam risiko yang harus dihadapi, seperti risiko negara yang dijadikan tempat untuk berinvestasi (politik, bencana alam, dan lain-lain), risiko mata uang, dan risiko bisnis (Gurunlu & Gursoy, 2010). Selain itu, investor asing juga akan lebih banyak mengalami asimetri informasi dari perusahaan yang dijadikan sebagai tempat untuk berinvestasi yang disebabkan oleh masalah geografis, dan budaya. Keterbatasan yang dimiliki oleh investor asing tersebut membuat mereka tidak bisa memonitor kebijakan *opportunistic manager*, seperti *unrelated diversification* (Ramaswamy & Li, 2001). Hoskisson, Johnson, Tihanyi, dan White (2005) menyatakan bahwa kelompok bisnis dengan posisi kepemilikan asing yang kuat akan lebih memilih strategi diversifikasi berkaitan.

## 4. Diversifikasi

Persaingan yang semakin kompetitif, membuat perusahaan memikirkan strategi yang harus dilakukan agar keberlangsungan perusahaan mereka dapat terjaga. Salah satu strategi yang digunakan oleh perusahaan adalah melalui strategi diversifikasi. Diversifikasi menurut Hubbard, Rice, dan Beamish (2008) adalah: "*the entry of a firm or business unit into new lines of activity, either by processes of internal business development or acquisition, which entail changes in its administrative structure, systems and other management processes*."

Hubbard, Rice, dan Beamish (2008) membagi diversifikasi menjadi dua jenis, yaitu: *related business and industries* and *Unrelated business and industries*

Suatu bisnis dikatakan related (berhubungan) apabila rantai nilai lintas bisnis memiliki kecocokan yang dapat memberikan nilai secara kompetitif. Suatu bisnis dikatakan unrelated apabila tidak ada kemiripan dan secara kompetitif tidak memberikan nilai dalam hubungan lintas bisnis. Diversifikasi harus dapat memberikan manfaat lebih

dibandingkan hanya menyebarkan risiko bisnis lewat industri yang berbeda-beda. Diversifikasi harus bisa memberikan nilai tambah bagi shareholders, memiliki return on investment yang tinggi, dan juga terdapat sinergi antar divisi operasi (David, 2011)

Diversifikasi dapat diukur dengan *entropy index*. *Entropy Index* digunakan karena dapat mengukur secara simultan jumlah bisnis yang dioperasikan perusahaan, distribusi dari total penjualan antar segmen-segmen industri, dan juga tingkatan keterkaitan (*relatedness*) di antara berbagai macam industri. Selain itu, *Entropy Index* juga dapat dibagi menjadi komponen *related* dan *unrelated diversification* (La Rocca, La Rocca, Gerace, & Smark, 2009). Ukuran *entropy index*  $P_j$  merupakan proporsi penjualan dalam *related business* segmen  $j$  di mana segmen bisnisnya berhubungan dengan bisnis utama perusahaan atau tidak berhubungan dengan bisnis utama perusahaan sedangkan  $\ln(1/P_j)$  mencerminkan Bobot untuk segmen bisnis.

## PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### 1. *Related Diversification Berpengaruh Negatif Terhadap Struktur Modal*

Penelitian-penelitian terdahulu telah menunjukkan bahwa penggunaan *related diversification* akan berpengaruh terhadap keputusan struktur modal perusahaan. *Related Diversification* akan lebih menggunakan pendanaan internal. Wardhani dan Hasibuan (2011) dalam penelitiannya menunjukkan *related diversification* berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Hasil penelitian ini juga didukung oleh penelitian Rahayu dan Rohman, (2014), Su (2010), La Rocca, La Rocca, Gerace, dan Smark (2009), Kochhart dan Hitt (1998). Perusahaan menggunakan *related diversification* karena banyak aset yang tidak terpakai, sehingga untuk memaksimalkan penggunaan aset tersebut maka perusahaan menggunakan *related diversification*. Oleh karena itu, perusahaan tidak perlu terlalu banyak menggunakan hutang untuk pembiayaan terhadap diversifikasi tersebut. Pemakaian dengan menggunakan pendanaan *internal* ini sejalan dengan teori *pecking order*. Perusahaan akan menggunakan hutang apabila pendanaan dari internal tidak mencukupi.

Hipotesis 1: *Related Diversification* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

### 2. *Unrelated Diversification Berpengaruh Positif Terhadap Struktur Modal*

Pada hubungan diversifikasi dengan struktur modal, terdapat teori mengenai *coinsurance effects*. *Coinsurance Effects* adalah pengurangan risiko operasi karena adanya korelasi tidak sempurna antara arus kas perusahaan yang melakukan diversifikasi (Baker & Martin, 2011). *Coinsurance Effects* berkaitan dengan penggunaan hutang dan *unrelated diversification*. Akibat korelasi antar segmen yang kurang maka perusahaan akan lebih banyak menggunakan hutang (Hutagalung & Diyanty, 2014), (Alonso, 2000). Penelitian yang dilakukan oleh La Rocca, La Rocca, Gerace, dan Smark (2009), Wardhani dan Hasibuan (2011), Rahayu dan Rohman (2014), Kochhart dan Hitt (1998) menunjukkan bahwa *unrelated diversification* berpengaruh positif terhadap struktur modal. Berdasarkan teori keagenan perusahaan akan lebih menggunakan hutang untuk pendanaan sebagai bentuk pengendalian terhadap para manajer agar tidak melakukan proyek yang merupakan kegiatan *opportunistic* manager. Selain teori keagenan, teori *signaling* juga menyatakan bahwa perusahaan yang menggunakan hutang adalah salah satu cara untuk menarik para investor untuk berinvestasi di perusahaan.

Hipotesis 2: *Unrelated Diversification* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

### **3. Kepemilikan Asing memperlemah Hubungan *Related Diversification* Terhadap Struktur Modal**

Investor asing memiliki berbagai macam risiko yang harus dihadapi, seperti risiko negara yang dijadikan tempat untuk berinvestasi (politik, bencana alam, dan lain-lain), risiko mata uang, dan risiko bisnis (Gurunlu & Gursoy, 2010). Selain itu, investor asing juga akan lebih banyak mengalami asimetri informasi dari perusahaan yang dijadikan sebagai tempat untuk berinvestasi yang disebabkan oleh masalah geografis, dan budaya (Ramaswamy & Li, 2001). Hoskisson, Johnson, Tihanyi, dan White (2005) menyatakan bahwa *foreign owners* kurang bersosialisasi dalam grup bisnis yang dijadikan tempat investasinya. Risiko dan asimetri informasi yang dihadapi pemilik asing akan memunculkan konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer. Su (2010) menyatakan bahwa efek diversifikasi terhadap struktur modal tergantung pada sejauh mana pengaruh manajerial dan efektivitas dari mekanisme tata kelola perusahaan. Keterbatasan yang dimiliki pemilik asing maka kemungkinan manajer menggunakan kas yang dimiliki untuk proyek lain dibandingkan untuk membayar dividen juga semakin besar. Pembayaran kas kepada pemegang saham akan mengurangi sumber daya yang dikendalikan manajer.

Hipotesis 3: Kepemilikan Asing Memperlemah Hubungan *Related Diversification* Terhadap Struktur Modal

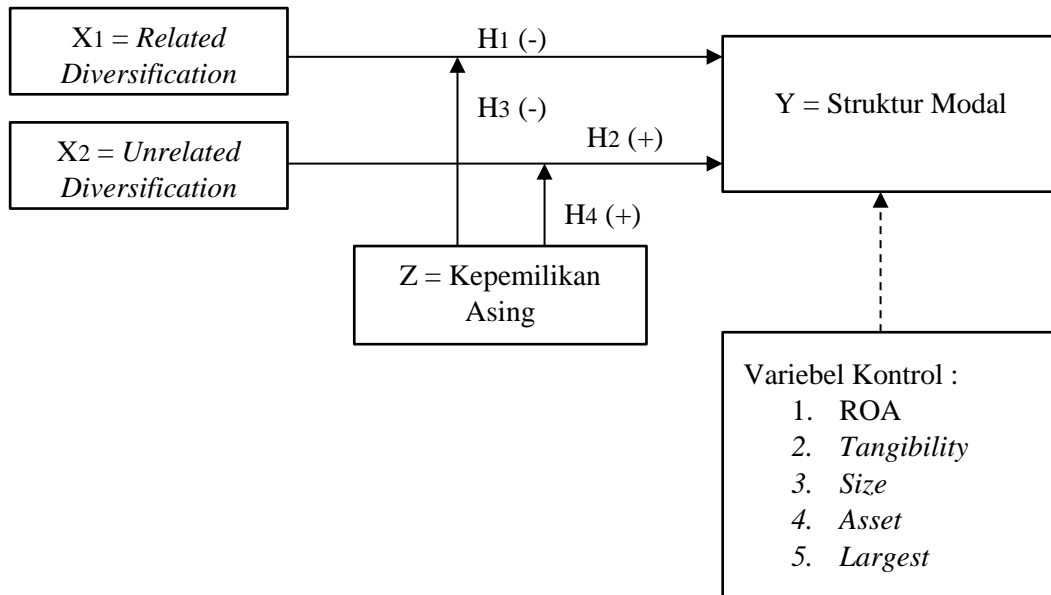
### **4. Kepemilikan Asing Kepemilikan Asing Memperlemah Hubungan *Unrelated Difesification* Terhadap Struktur Modal**

Investor asing akan mengalami asimetri informasi dan juga mengalami risiko-risiko, sehingga mereka tidak dapat memberikan kontrol terhadap kebijakan-kebijakan perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa manajer lebih mengontrol terhadap kebijakan-kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan, sehingga *unrelated diversification* akan lebih menggunakan pendanaan internal (Su, 2010). Gurunlu dan Gursoy (2010), Li, Yue, dan Zhao (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan asing akan berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Hipotesis 4: Kepemilikan Asing Memperlemah Hubungan *Unrelated Diversification* Terhadap Struktur Modal

**METODE PENELITIAN**

**Gambar 1. Model Penelitian**



Pada penelitian ini, menggunakan dua variabel *independent*, satu variabel *dependent*, satu variabel moderator, dan lima variabel kontrol.

**TABEL 2 OPERASIONALISASI VARIABEL**

No	Variabel Penelitian	Rumus	Skala Pengukuran
1	X1=Related Diversification (DR)	$P_j \cdot \ln(1/P_j)$	Rasio
2	X2=Unrelated Diversification (DU)	$P_j \cdot \ln(1/P_j)$	Rasio
3	Y=Leverage	$\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$	Rasio
4	Z=Kepemilikan Asing	$\frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki pemilik asing}}{\text{Total Saham beredar}}$	Rasio
5	Profitability(ROA)	$\frac{\text{Net Income}}{\text{Total Asset}}$	Rasio
6	Tangibility	$\frac{\text{Property, Plant and Equipment}}{\text{Total Asset}}$	Rasio
7	Size	$\text{Log Natural Total Asset}$	Rasio
8	Asset Growth (AG)	$\frac{\text{Total aktiva tahun berjalan} - \text{Total aktiva tahun sebelum}}{\text{Total Aktiva tahun sebelum}}$	Rasio
9	Ownership Concentration (Largest)	$\frac{\text{Saham Terbesar Pemegang Saham}}{\text{Total Saham beredar}}$	Rasio

Sumber: La Rocca, La Rocca, Gerace, dan Smark (2009), Gitman & Zutter, (2012), Su (2010), Sivathaasan (2013), Rahayu & Rohman (2014), Saputra (2010)



### Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah 148 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2010-2013. Sampel penelitian yang digunakan adalah 42 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2013 sesuai dengan kriteria-kriteria pengambilan sampel. Teknik pengambilan sampel adalah dengan menggunakan *purposive sampling*, dengan kriteria-kriteria sebagai berikut: Perusahaan manufaktur yang terdaftar secara konsisten di BEI sepanjang 2010-2013, Terdapat pemegang saham asing sepanjang 2010-2013, Perusahaan yang menyajikan informasi segmen berdasarkan produk sepanjang 2010- 2013, Data yang dibutuhkan tersedia sepanjang 2010-2013

### PEMBAHASAN

Analisis regresi berganda dan Uji Nilai Selisih Mutlak diterapkan pada penelitian ini. Mengabsolutkan selisih Variabel X1 (*related diversification*) dengan variabel Z (kepemilikan asing), dan variabel X2 (*unrelated diversification*) dengan variabel Z (kepemilikan asing). dengan memecah sampel menjadi dua sub kelompok atas dasar variabel ketiga yaitu variabel yang dihipotesiskan sebagai moderator. Model matematis sebagai berikut:

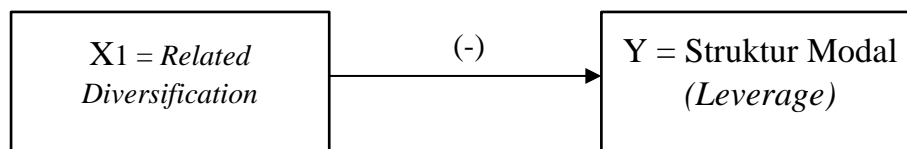
a. Pengujian Hipotesis 1 dan 2:

$$Y = \alpha + \beta_1 DR + \beta_2 DU + \beta_3 ROA + \beta_4 Tangibility + \beta_5 Size + \beta_6 Asset Growth + \beta_7 Largest + \varepsilon$$

b. Pengujian Hipotesis 3 dan 4:

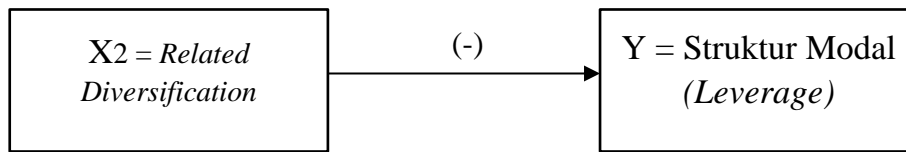
$$Y = \alpha + \beta_1 DR + \beta_2 DU + \beta_3 FRGN + \beta_4 |DR - FRGN| + \beta_5 |DU - FRGN| + \beta_6 ROA + \beta_7 Tangibility + \beta_8 Size + \beta_9 Asset Growth + \beta_{10} Largest + \varepsilon$$

**Gambar 2. Hasil Pembahasan Hipotesis 1**



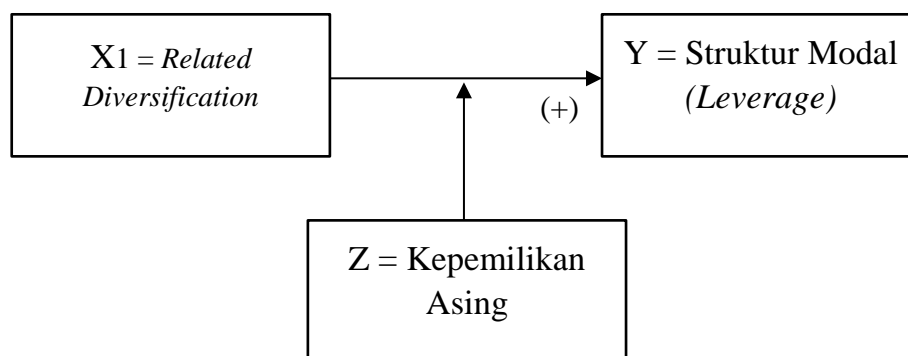
Hasil penelitian ini sejalan dengan teori yang dikemukakan Baker dan Martin (2011) bahwa perusahaan yang menggunakan strategi *Related diversification* akan lebih banyak menggunakan pendanaan dari modal sendiri karena mereka menggunakan aset-aset yang spesifik (sesuai dengan bisnis utama perusahaan) dalam setiap segmen bisnis yang dikelola, sehingga dapat melakukan *transferring asset*. Sebagai contoh, PT Gajah Tunggal Tbk yang memproduksi berbagai jenis ban, tetapi juga memproduksi kain-kain ban yang juga akan digunakan untuk membuat ban tersebut. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Wardhani dan Hasibuan (2011), Rahayu dan Rohman, (2014), Su (2010), La Rocca, La Rocca, Gerace, dan Smark (2009).

PT Asiaplast Industries Tbk, PT Indo Kordsa Tbk, PT Darya Varia Laboratoria Tbk, PT Keramika Indonesia Assosiasi Tbk, PT Lion Metal Works Tbk, PT Merck Tbk, PT Holcim Indonesia Tbk, PT Indocement Tunggul Prakarsa Tbk, PT Mandom Indonesia Tbk, PT Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk. secara konsisten dari tahun 2010-2013 menjaga agar modal yang dimiliki tetap terjaga.

**.Gambar 3. Hasil Pembahasan Hipotesis 2**

Hasil penelitian ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan *unrelated diversification* akan lebih banyak menggunakan hutang karena menggunakan aset-aset yang tidak spesifik (tidak sesuai dengan bisnis utama perusahaan) (Baker & Martin, 2011). Sebagai contoh, PT Astra International Tbk yang memiliki bisnis utama di bidang otomotif namun juga memiliki segmen bisnis lain seperti jasa keuangan, pertambangan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Wardhani dan Hasibuan (2011), Rahayu dan Rohman, (2014), Su (2010), La Rocca, La Rocca, Gerace, dan Smark (2009). Berdasarkan grafik proporsi hutang dan modal perusahaan manufaktur di Indonesia yang melakukan diversifikasi tidak berhubungan rata-rata mengalami kenaikan dari tahun 2010 sampai dengan tahun 2013.

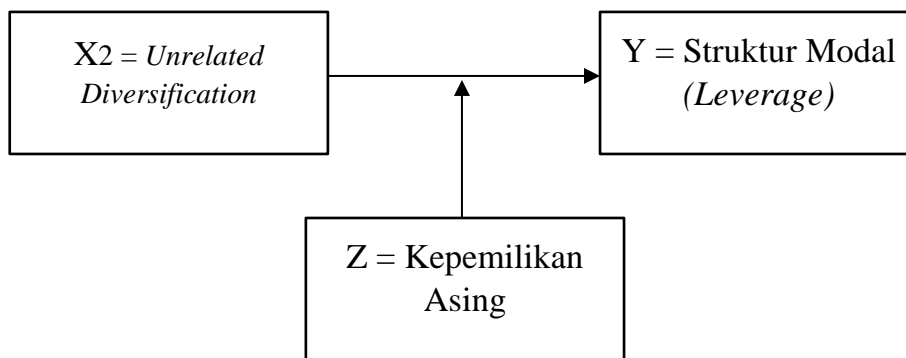
Kenaikan hutang ini disebabkan perusahaan banyak menggunakan hutang untuk memperoleh aset. Berdasarkan laporan keuangan PT Astra International (AI) Tbk, pada tahun 2013 PT AI menambah hutangnya untuk memperoleh aset tetap sebesar Rp167 Miliar. PT Unilever Tbk. juga mengalami peningkatan jumlah hutang karena meningkatnya pembelian bahan baku (PT Unilever Indonesia Tbk, 2013). PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk, PT Malindo Feedmill Tbk, PT Supreme Cable Manufacturing &Commerce Tbk, PT Unilever Indonesia Tbk, PT Voksel Electric Tbk, secara konsisten memiliki proporsi hutang paling banyak sepanjang 2010- 2014.

**Gambar 4. Hasil Pembahasan Hipotesis 3**

Setelah memasukkan variabel kontrol maka tingkat signifikansi *related diversification* sebesar 0,001, yang mana lebih kecil dari 0,05. Hal ini konsisten dengan hipotesis 1 yang menyebutkan bahwa *related diversification* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Variabel kepemilikan asing menunjukkan tingkat signifikansi yang tidak signifikan terhadap struktur modal. Hal ini kemungkinan disebabkan pemilik asing memiliki keterbatasan-keterbatasan sehingga mengalami kesulitan untuk mengontrol kebijakan perusahaan. Namun, variabel kepemilikan asing juga berhasil memoderasi hubungan *related diversification* terhadap struktur modal terbukti dengan

signifikansi sebesar 0,002, yang mana lebih kecil dari 0,05. Variabel moderasi kepemilikan asing bertanda positif. Dengan demikian hipotesis kepemilikan asing akan memperlemah hubungan *related diversification* terhadap struktur modal ditolak. Sebaliknya, kepemilikan asing akan memperkuat hubungan *related diversification* terhadap struktur modal. Perusahaan akan menggunakan hutang untuk pendanaan *related diversification*.

**Gambar 5. Hasil Pembahasan Hipotesis 4**



Variabel kepemilikan asing tidak berhasil memoderasi hubungan *unrelated diversification* dengan struktur modal kemungkinan karena disebabkan oleh keterbatasan yang dimiliki oleh pemilik asing, sehingga berisiko mendapatkan asimetri informasi. Hal ini dibuktikan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ramaswamy dan Li (2001) yang menyebutkan bahwa tingkat kepemilikan saham yang dimiliki asing tidak akan mempengaruhi kebijakan *unrelated diversification*. *Unrelated diversification* merupakan kegiatan *opportunistic* manajer, yang mana manajer hanya semata-mata untuk mencari keuntungan untuk diri sendiri. Pemilik asing juga memiliki kesulitan untuk memonitor kebijakan struktur modal akibat dari keterbatasan yang dimiliki. Hoskisson, Johnson, Tihanyi, dan White (2005) mengatakan bahwa pemilik asing akan lebih memilih perusahaan yang melakukan diversifikasi berhubungan karena mereka memiliki pengetahuan yang cukup dalam bisnis tersebut, sehingga dapat memberikan kontribusi dalam pengelolaan perusahaan dan juga dapat lebih mudah memonitor terhadap pengelolaannya. Dengan demikian, hipotesis 4 kepemilikan asing akan memperlemah hubungan *unrelated diversification* terhadap struktur modal ditolak, karena tidak berhasil memoderasi hubungan *unrelated diversification* terhadap struktur modal.

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

Kesimpulan yang dapat diambil dari hasil analisis data yang telah dilakukan adalah sebagai berikut:

1. Variabel *related diversification* berpengaruh negatif terhadap struktur modal karena perusahaan yang melakukan *related diversification* menggunakan aset-aset yang sesuai dengan bisnis utama perusahaan pada setiap segmen bisnis yang dikelola, sehingga dapat dilakukan *transferring asset*.
2. Variabel *unrelated diversification* berpengaruh positif terhadap struktur modal karena

perusahaan yang melakukan *unrelated diversification* banyak menggunakan aset-aset yang tidak sesuai dengan bisnis utama perusahaan.

3. Kepemilikan asing memperkuat hubungan *related diversification* dengan struktur modal. Hal tersebut dikarenakan perusahaan memiliki tata kelola perusahaan yang baik.
4. Kepemilikan asing tidak berhasil memoderasi hubungan *unrelated diversification* dengan struktur modal. Hal tersebut dikarenakan pemilik asing memiliki kendala untuk mengontrol kebijakan *opportunistic manager* seperti *unrelated diversification* dan juga tidak dapat mengontrol terhadap kebijakan finansial perusahaan, serta karena pemilik asing memiliki keterbatasan di berbagai hal seperti geografis, politik, birokrasi dan lainnya.

### Saran

Berdasarkan hasil penelitian, terdapat beberapa saran sebagai berikut:

1. Bagi Investor, sebaiknya para investor memilih perusahaan-perusahaan manufaktur yang dimiliki oleh pemilik asing dan melakukan *related diversification* karena dengan keberadaan pemilik asing maka perusahaan akan lebih menggunakan hutang sebagai bentuk pengendali terhadap kebijakan *opportunistic manager*.
2. Bagi Perusahaan, perusahaan yang melakukan *unrelated diversification* sebaiknya lebih menggunakan hutang agar kebijakan *opportunistic manager* dapat lebih dibatasi.
3. Bagi Peneliti Selanjutnya, Peneliti selanjutnya diharapkan dapat mengembangkan penelitian ini dengan menggunakan diversifikasi geografis dan objek yang berbeda.

### DAFTAR PUSTAKA

- Alonso, E. J. (2000). The Effects of Firm Diversification on Capital Structure: Evidence From Spanish Firms. *European Financial Management Association Annual Meeting, Athens (Greece)*, 1-16.
- Baker, H. K., & Martin, G. S. (2011). *Capital Structure and Corporate Financing Decisions Theory, Evidence, and Practice*. John Wiley&Sons, Inc.
- Berita Satu. (2014, November 26). *Astra Matangkan Diversifikasi Usaha Properti*. Diambil kembali dari <http://www.beritasatu.com/pasar-modal/228077-astra-matangkan-diversifikasi-usaha-properti.htm>.
- David, F. R. (2011). *Strategic Management 13th Edition: Concepts and Cases*. New Jersey: Prentice Hall.
- Detik Finance. (2005, Agustus 19). *Jardine C&C Tambah Lagi Porsi Kepemilikan diAstra*. <http://finance.detik.com/read/2005/08/19/154629/425246/6/jardine-cc-tambah-lagi-porsi-kepemilikan-di-astra>
- Ghozali, I. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program, Edisi 7*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2012). *Principles of Managerial Finance 13th Edition*. Pearson.
- Gurunlu, M., & GURSOY, G. (2010). The Influence of Foreign Ownership on Capital Structure of Non-Financial Firms: Evidence From Istanbul Stock Exchange. *The IUP Journal of Corporate Governance, Vol IX, No.4*, 21-29.
- Hair Jr, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2014). *Multivariate Data Analysis 7th Edition*. Essex: Pearson.
- Hoskisson, R. E., Johnson, R. A., Tihanyi, L., & White, R. E. (2005). Diversified Business Group and Corporate Refocusing in Emerging Economies. *Journal of Management, Vol.31, No.6, December*, 941-965.
- Hubbard, G., Rice, J., & Beamish, P. (2008). *Strategic Management: Thinking, Analysis, Action, 3rd Edition*. New South Wales: Pearson Education Australia.
- Hutagalung, S. O., & Diyanty, V. (2014). Analisis Pengaruh Strategi Diversifikasi Terhadap Tingkat Penggunaan Utang Perusahaan. *SNA 17 Mataram, Lombok, Universitas Mataram 24-27 September 2014*.
- Indonesia Stock Exchange. (2014, Agustus 28). *Diseminasi Peran Pasar Modal Bagi Pendanaan Perusahaan, BEI Gelar Workshop Wartawan di Banda Aceh 28-Agust-2014*.  
<http://www.idx.co.id/Home/NewsAndAnnouncement/PressRelease/ReadPressRelease/tabid/191/ItemID/62a153d3-7e8c-4a20-a36f-42ca0a86cf07/language/id-ID/Default.aspx>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review Vol. 76, No. 2*, 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics, October 1976, Vol.3, No.4*, 305-360.

- Kochhart, R., & Hitt, M. A. (1998). Research Note and Communications Linking Corporate Strategy, Type and Source of Financing. *Strategic Management Journal (1986-1998); Summer 1998; 19, 6; ABI/INFORM Complete*, 601-610.
- Kompas.Com. (2012, Oktober 3). *Bakrie, Samin Tan, dan Rothschild*. Diambil kembali dari <http://bisniskeuangan.kompas.com/read/2012/10/03/13523048/Bakrie.Samin.Tan.dan.Rothschild>
- Kontan.Co.Id. (2014, Desember 15). *Astra Akan Bangun Pencakar Langit Senilai Rp 3,5 T*. Diambil kembali dari <http://industri.kontan.co.id/news/astra-akan-bangun-pencakar-langit-senilai-rp-35-t>
- La Rocca, M., La Rocca, T., Gerace, D., & Smark, C. J. (2009). The Effect of Diversification On Capital Structure. *Research Online Accounting & Finance*, 49 (4), 799-826.
- Li, K., Yue, H., & Zhao, L. (2009). Ownership, institutions, and capital structure: Evidence from China. *Journal of Comparative Economics* (37), 471-490.
- Pearce II, J. A., & Robinon, Jr, R. B. (2009). *Strategic Management*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- PT Astra International Tbk. (2014, Februari 27). *Laba Bersih Astra Tahun 2013 Senilai Rp 19,4 triliun* [http://www.astra.co.id/index.php/media\\_room/press\\_release/158](http://www.astra.co.id/index.php/media_room/press_release/158)
- Rahayu, I. P., & Rohman, A. (2014). Pengaruh Diversifikasi Operasional Terhadap Struktur Modal Dengan Kepemilikan Pemerintah Sebagai Variabel Moderasi. *Diponegoro Journal Of Accounting Volume 3, No.3*, 1-14.
- Ramaswamy, K., & Li, M. (2001). Foreign Investors, Foreign Directors, and Corporate Diversification: An Empirical Examination of Large Manufacturing In India. *Asia Pacific Journal of Management* 18, 207-222.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2010). *Corporate Finance 9th Edition*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Saputra, M. (2010). Pengaruh Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan di Bursa Efek Indonesia, Jakarta. *Journal of Indonesian Applied Economics, Vol. 4 No. 1 Mei 2010*, 81-92.
- Sivathaasan, N. (2013). Foreign Ownership, Domestic Ownership and Capital Structure: Special reference to Manufacturing Companies Quoted on Colombo Stock Exchange in Sri Lanka. *European Journal of Business and Management, Vol 5, No. 2013, ISSN: 2222-1905 (Paper), ISSN: 2222-2839(Online)*, 35-42.
- Su, L. D. (2010). Ownership structure, Corporate Diversification, and Capital Structure. *Emerald Group Publishing Limited, Management Decision Vol. 48 No.2, 2010*, Page 314-399.
- Tempo.Co. (2010, September 1). *Indofood CBP Lepas 20 Persen Saham Perdana*. <http://www.tempo.co/read/news/2010/09/01/090275663/Indofood-CBP-Lepas-20-Persen-Saham-Perdana>
- Tempo.Co. (2012, April 9). *Mayora Terbitkan Obligasi Rp 750 Miliar*. Diambil kembali dari <http://en.tempo.co/read/news/2012/04/09/088395796/Mayora-Terbitkan-Obligasi-Rp-750-Miliar>
- Tribun News.Com. (2011, April 14). *PT Merck Suntik Dana Rp 10 miliar untuk Belanja Modal*. <http://www.tribunnews.com/bisnis/2011/04/14/pt-merck-suntik-danarp-10-miliar-untuk-belanja-modal>

- Viva. (2010, April 5). *Lepasnya Astra dari Om Willem, Astra International telah menjadi perusahaan dengan kapitalisasi terbesar di Indonesia*. Diambil kembali dari [http://bisnis.news.viva.co.id/news/read/141400-lepanya\\_astra\\_dari\\_om\\_willem](http://bisnis.news.viva.co.id/news/read/141400-lepanya_astra_dari_om_willem)
- Wardhani, R., & Hasibuan, A. S. (2011). The Effect of Related and Unrelated Diversification of Capital Structure Policy: Empirical Evidence on Indonesian Companies. *The Indonesian Journal of Accounting Research Vol 14 No.2, May 2011*, 159-174