

## KEPEMILIKAN MANAJERIAL SEBAGAI PEMODERASI PENGARUH DIVERSIFIKASI OPERASIONAL PADA STRUKTUR MODAL

Dewa Ayu Sri Swasti Putri Wiryani<sup>1</sup>  
I Made Mertha<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia  
e-mail: putriwiryani@gmail.com/ telp: +62 89 679 968 385

<sup>2</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

### ABSTRAK

Tujuan penelitian ini yaitu untuk mengetahui pengaruh diversifikasi operasional pada struktur modal dan untuk mengetahui apakah kepemilikan manajerial memoderasi pengaruh diversifikasi operasional pada struktur modal. Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Indonesia, khususnya pada perusahaan properti dan *real estate*. Metode pengambilan sampel menggunakan metode *nonprobability sampling*, dengan teknik *purposive sampling*. Jumlah perusahaan yang diperoleh adalah 10 perusahaan. Total sampel yang diambil selama 4 tahun adalah sebanyak 40 amatan. Metode pengumpulan data data yang digunakan adalah metode dokumentasi dan studi kepustakaan. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi linier sederhana dan *moderated regression analysis*. Hasil analisis penelitian ditemukan bahwa diversifikasi operasional tidak berpengaruh pada struktur modal perusahaan, dan kepemilikan manajerial tidak mampu memoderasi pengaruh diversifikasi operasional pada struktur modal.  
**Kata kunci:** *Diversifikasi Operasional, Struktur Modal, Kepemilikan Manajerial*

### ABSTRACT

*The purpose of this study is to determine the effect of operational diversification within the capital structure and to determine whether the moderating influence of managerial ownership on operational diversified capital structure. This research was conducted at the Indonesian Stock Exchange, particularly in the property and real estate companies. The sampling method used nonprobability sampling method, using purposive sampling technique. The number of companies acquired are 10 companies. Total samples taken during the four years is as much as 40 observations. Data collection methods of data used is the method of documentation and literature study. The analysis technique used is a simple linear regression analysis and moderated regression analysis. The results of the analysis of operational research found that diversification does not affect the company's capital structure, and managerial ownership is not able to moderate the influence of operational diversification on capital structure.*  
**Keywords:** *Diversified Operations, Capital Structure, Managerial Ownership*

### PENDAHULUAN

Struktur modal diperlukan dalam menjalankan aktivitas perusahaan, yang terdiri dari aktivitas operasional dan aktivitas investasi. Manajer perusahaan memiliki peran

penting dalam memutuskan pendanaan yang efisien bagi perusahaan, baik modal yang bersumber dari dalam ataupun dari luar perusahaan. Menurut Riyanto (2001:22), struktur modal adalah perimbangan hutang jangka panjang dan unsur-unsur modal sendiri. Menurut Purwitasari (2013), struktur modal merupakan perimbangan atau perbandingan antara dana jangka panjang yang ditunjukkan oleh hutang jangka panjang pada modal sendiri. Sedangkan Rahayu (2014), mengatakan bahwa struktur modal merupakan gambaran komposisi sumber dana perusahaan dalam membiayai kegiatan dan aktiva perusahaan.

Struktur modal dapat diukur dengan berbagai cara yaitu: *book leverage*, *market leverage*, dan *debt to equity ratio*. Pada penelitian ini peneliti menggunakan proksi yang sama dengan penelitian Su (2010) untuk mengukur struktur modal perusahaan, yaitu *book leverage* atau *debt to book ratio*. Menurut Su (2010) proksi ini mampu menjelaskan struktur modal suatu perusahaan dengan cara melihat seberapa besar tingkat hutang perusahaan membiayai aset perusahaan.

Terdapat berbagai hal yang mempengaruhi manajer dalam memutuskan sumber pendanaan perusahaan. Barton dan Gordon (1988) menyebutkan salah satu hal yang mungkin mempengaruhi pemilihan struktur modal perusahaan dapat dilihat dari sudut pandang strategi bisnis. Atas dasar tersebut diversifikasi operasional sebagai salah satu strategi bisnis perusahaan mungkin akan mempengaruhi keputusan pemilihan modal oleh manajer perusahaan. Menurut Harto (2005), diversifikasi merupakan salah satu bentuk pengembangan usaha dengan cara memperluas jumlah segmen usaha maupun segmen geografis. Menurut PSAK No. 5 Revisi 2009, diversifikasi

operasional merupakan 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 risiko dan imbalan segmen lain.

Sulastri (2014), mengatakan bahwa seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) menerapkan strategi diversifikasi. Perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di BEI merupakan perusahaan dengan tingkat diversifikasi tertinggi, yaitu sebesar 90,24%. Dilihat dari informasi segmen yang dilaporkan oleh perusahaan properti dan *real estate* strategi diversifikasi operasional merupakan strategi diversifikasi yang lebih sering di terapkan pada perusahaan properti dan *real estate*. Alasan banyaknya perusahaan sektor properti dan *real estate* menerapkan strategi diversifikasi adalah karena bertambahnya jumlah penduduk serta berkembangnya masyarakat kelas menengah di Indonesia sehingga menyebabkan permintaan produk perumahan, semakin banyak investor membangun fasilitas manufaktur dan perusahaannya, meningkatnya kebutuhan hotel akibat sektor pariwisata yang berkembang pesat, dan sebagainya. Diversifikasi operasional dapat diukur dengan berbagai cara, yaitu dengan menghitung banyaknya jumlah segmen usaha yang dilaporkan, indeks herfindahl, dan indeks entropy. Pengukuran indeks herfindahl dilihat dari rasio penjualan segmen usaha perusahaan (Harto, 2005). Sedangkan, pengukuran dengan indeks entropy secara bersamaan mempertimbangkan jumlah usaha yang dijalankan perusahaan, dan distribusi penjualan total melalui segmen industri. Pada penelitian ini peneliti menggunakan proksi yang sama dengan

penelitian Su (2010) untuk mengukur diversifikasi operasional yaitu menggunakan indeks entropy.

Menurut Su (2010), secara umum perusahaan terdiversifikasi mempunyai hutang yang lebih rendah daripada perusahaan non-diversifikasi. Sedangkan Qureshi *et al.* (2012) menemukan bahwa perusahaan yang melakukan diversifikasi memiliki tingkat hutang yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak melakukan diversifikasi. Menurut Rahayu (2014), dalam menerapkan strategi diversifikasi pada perusahaan manajer cenderung memilih hutang sebagai sumber pendanaannya. Hal ini dikarenakan, kreditur tidak memiliki kekuasaan dalam mengawasi kinerja manajer. Menurut Su (2010), teori keagenan mengatakan manajer melakukan diversifikasi karena perilaku oportunistik. Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa dalam hubungan keagenan terjadi pemisahan kepemilikan antara pemilik perusahaan (*principal*) dan pengelola perusahaan (*agent*). Dengan pemisahan ini, pemilik perusahaan memberikan wewenang pada pengelola untuk mengurus jalannya perusahaan, seperti mengelola dana dan mengambil keputusan lainnya untuk dan atas nama pemilik. Manajer selaku *agent* mengetahui informasi internal perusahaan lebih banyak dibandingkan dengan *principal*, sehingga manajer harus memberikan informasi mengenai perusahaan kepada pemilik perusahaan. Informasi yang disampaikan manajer terkadang tidak sesuai dengan kondisi perusahaan yang sebenarnya. Keadaan seperti ini dikenal dengan asimetri informasi yang dapat memberikan kesempatan kepada manajer untuk bertindak oportunis. Menurut Hutagalung dan Diyanty (2014), motif pribadi yang mendasari manajer melakukan

strategi diversifikasi adalah untuk mengurangi risiko kehilangan pekerjaan, meningkatkan kompensasi dan *reward*, serta mengembangkan kerajaan bisnis.

Terdapat beberapa penelitian yang menunjukkan ketidakkonsistenan mengenai pengaruh diversifikasi operasional pada struktur modal, diantaranya penelitian Chkir dan Cosset (2001) yang meneliti mengenai pengaruh strategi diversifikasi terhadap struktur modal pada perusahaan multinasional. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan multinasional yang melakukan diversifikasi memiliki tingkat hutang yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak melakukan diversifikasi. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Singh *et al.* (2003), Wardhani dan Hasibuan (2011), dan Qureshi (2012) yang menemukan hasil bahwa strategi diversifikasi berpengaruh positif terhadap struktur modal. Namun hasil yang berbeda diperoleh Su (2010), yang meneliti mengenai pengaruh diversifikasi operasional pada struktur modal dengan kepemilikan pemerintah sebagai pemoderasi pada perusahaan di Cina. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa secara umum perusahaan yang melakukan diversifikasi mempunyai tingkat hutang yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak melakukan diversifikasi. Hasil penelitian Su (2010) didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Alonso (2010) yang juga memperoleh hasil bahwa strategi diversifikasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Junior dan Funchal (2013) yang meneliti pengaruh diversifikasi terhadap struktur modal pada perusahaan di Brazil. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa diversifikasi tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil penelitian Junior dan Funchal (2013) didukung oleh

hasil penelitian Hutagalung dan Diyanty (2014) yang menemukan bahwa diversifikasi tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Berdasarkan ketidakkonsistenan hasil penelitian yang meneliti mengenai pengaruh diversifikasi operasional pada struktur modal, peneliti menambahkan variabel moderasi yaitu kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial adalah salah satu mekanisme *Good Corporate Governance* (GCG) yang di yakini dapat membantu mengatasi konflik keagenan karena adanya asimetri informasi diantara manajer dan pemilik perusahaan. Menurut Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG), *Good Corporate Governance* adalah salah satu pilar dari sistem ekonomi pasar. *Corporate Governance* berkaitan erat dengan kepercayaan baik terhadap perusahaan yang melaksanakannya maupun terhadap iklim usaha di suatu Negara. Diterapkannya *Good Corporate Governance* (GCG) bagi perusahaan-perusahaan di Indonesia sangat penting untuk menunjang pertumbuhan dan stabilitas ekonomi yang berkesinambungan. Prinsip-prinsip utama dari *Good Corporate Governance* yaitu: *Transparancy* (Keterbukaan), *accountability* (akuntabilitas), *responsibility* (pertanggung jawaban), *independency* (kemandirian), *fairness* (kewajaran atau kesetaraan). Kepemilikan manajerial merupakan salah satu bagian dari prinsip-prinsip utama dari *good corporate governance* yaitu *fairness*. Menurut Kurniasari (2011), kepemilikan manajerial ini dimaksudkan untuk memberi kesempatan manajer terlibat dalam kepemilikan saham sehingga dengan keterlibatan ini kedudukan manajer sejajar dengan pemilik perusahaan. Menurut Sujono dan Soebiantoro (2007), kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang

diukur melalui persentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen. Semakin tinggi kepemilikan manajerial diharapkan pihak manajemen akan berusaha semaksimal mungkin untuk kepentingan pemilik atau para pemegang saham.

Penelitian ini mengacu pada penelitian Larry D. Su yang dilakukan pada tahun 2010. Terdapat perbedaan pada lokasi penelitian, periode penelitian dan variabel pemoderasi. Dimana lokasi penelitian Su (2010) adalah perusahaan-perusahaan di Cina, sedangkan lokasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di BEI merupakan perusahaan dengan tingkat diversifikasi tertinggi, yaitu sebesar 90,24%. Periode penelitian yang dilakukan Su (2010) adalah tahun 2000-2006, sedangkan pada penelitian ini periode penelitiannya dimulai tahun 2011-2014. Pemilihan periode penelitian dikarenakan PSAK 5 (revisi 2009) mengenai informasi segmen baru diterapkan perusahaan pada tahun 2011. Variabel pemoderasi yang digunakan pada penelitian Su (2010) adalah kepemilikan pemerintah, sedangkan pada penelitian ini menggunakan kepemilikan manajerial sebagai variabel pemoderasi. Peneliti menggunakan variabel pemoderasi dalam penelitian ini karena hasil penelitian mengenai pengaruh diversifikasi operasional pada struktur modal masih tidak konsisten.

Perusahaan yang ingin mengembangkan bisnisnya, biasanya akan menggunakan strategi diversifikasi untuk mencapai tujuannya. Menurut Su (2010), teori keagenan menunjukkan manajer melakukan diversifikasi karena perilaku oportunistik. Dalam hal ini manajer mempunyai kecenderungan mengarahkan

diversifikasi untuk memenuhi kepentingannya, karena kinerja manajerial cenderung dihubungkan dengan tingkat penjualan, sehingga strategi diversifikasi menjadi alat yang efektif dalam meningkatkan omset penjualan perusahaan.

Menurut Rahayu (2014), dalam menerapkan strategi diversifikasi pada perusahaan manajerial cenderung memilih hutang sebagai sumber pendanaannya. Hal ini dikarenakan, kreditur tidak memiliki kekuasaan dalam mengawasi kinerja manajerial. Penerapan strategi diversifikasi dalam suatu perusahaan membutuhkan dana atau modal yang cukup besar. Perusahaan harus menentukan sumber pendanaan atau struktur modal yang tepat untuk menerapkan strategi diversifikasi (Wardhani dan Hasibuan, 2011). Seperti halnya dalam penelitian terdahulu yaitu Wardhani & Hasibuan (2011) dan Singh *et al.* (2003), yang menyatakan bahwa strategi diversifikasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Hal ini berarti keragaman usaha menyebabkan struktur modal perusahaan menjadi lebih besar.

H<sub>1</sub>: Diversifikasi berpengaruh positif pada struktur modal

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu yang masih tidak konsisten, peneliti menambahkan kepemilikan manajerial sebagai variabel pemoderasi. Kepemilikan manajerial merupakan salah satu mekanisme *good corporate governance* (GCG). Teori agensi mengatakan bahwa kepemilikan manajerial dapat membantu mengatasi konflik keagenan. Konflik ini terjadi akibat adanya perbedaan kepentingan antara pemilik dan pengelola perusahaan. Kepemilikan manajerial mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang akhirnya berpengaruh terhadap struktur modal yang digunakan



perusahaan. Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen.

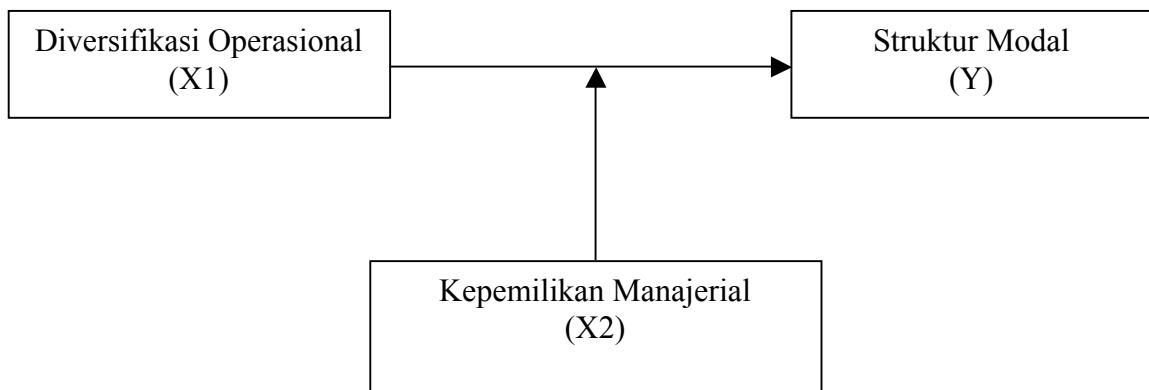
Besarnya jumlah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan mengindikasikan adanya kesamaan kepentingan antara manajemen dengan pemilik perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian Sheisarvian dkk. (2015) kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Taswan (2003), Zulhawati (2004) dan Erni Masdupi (2005). Hasil dari penelitian ini sesuai dengan teori agensi yang dikemukakan oleh Jensen and Meckling (1976), yang menyatakan bahwa peningkatan saham manajerial dapat menurunkan *agency cost* karena dapat mensejajarkan kepentingan dari pemilik perusahaan dengan kepentingan para manajer. Peningkatan dari kepemilikan saham oleh pihak manajerial akan membuat manajer lebih berhati-hati dalam menggunakan hutang dan meminimalisir risiko yang ditimbulkan karena pihak manajer merasa memiliki perusahaan. Hal ini dapat terjadi karena manajer akan merasakan manfaat langsung dari setiap keputusan yang diambil dan kerugian jika keputusan yang diambil salah. Dengan demikian menurut teori agensi semakin tinggi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajerial maka hutang yang akan digunakan suatu perusahaan akan semakin rendah. Hubungan antara struktur modal perusahaan dengan diversifikasi usaha akan diperlemah oleh kepemilikan manajerial.

H<sub>2</sub>: Kepemilikan manajerial memoderasi pengaruh diversifikasi operasional pada struktur modal perusahaan

## METODE PENELITIAN

Desain penelitian menguraikan tentang pendekatan yang cocok digunakan untuk mendapatkan jawaban masalah dan tujuan penelitian. Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif yang berbentuk asosiatif. Adapun model dalam penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 1.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan Properti dan *Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2011-2014. Obyek dalam penelitian ini adalah Struktur Modal Perusahaan Properti dan *Real Estate* yang terdaftar di BEI tahun 2011-2014.



**Gambar 1. Model Penelitian**

*Sumber:* data sekunder diolah, 2015

Variabel terikat (*dependent variable*), merupakan variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat, karena adanya variabel bebas (Sugiyono, 2010:59). Variabel terikat dalam penelitian ini adalah struktur modal perusahaan. Menurut Riyanto (2001:22), struktur modal adalah perimbangan hutang jangka panjang dan

unsur-unsur modal sendiri. Menurut Purwitasari (2013), struktur modal merupakan perimbangan atau perbandingan antara dana jangka panjang yang ditunjukkan oleh hutang jangka panjang pada modal sendiri. Sedangkan Rahayu (2014), mengatakan bahwa struktur modal merupakan gambaran komposisi sumber dana perusahaan dalam membiayai kegiatan dan aktiva perusahaan. Struktur modal dapat diukur dengan berbagai cara yaitu: *book leverage*, *market leverage*, dan *debt to equity ratio*.

Variabel bebas (*independent variable*), merupakan variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi sebab perubahannya, atau timbulnya variabel terikat (Sugiyono, 2010:59). Variabel bebas dalam penelitian ini adalah diversifikasi operasional. Diversifikasi operasional adalah salah satu strategi yang dilakukan perusahaan untuk memperluas usahanya dengan cara membuka beberapa unit bisnis baru baik dalam lini bisnis yang sama dengan yang sudah ada atau dalam unit bisnis yang berbeda dengan bisnis inti perusahaan. Menurut PSAK No.5 Revisi 2009, 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 risiko dan imbalan segmen lain. Variabel diversifikasi operasional dalam penelitian akan diukur dengan menggunakan proksi yang sama pada penelitian Su (2010), yaitu melalui indeks *entropy*.

Variabel moderasi adalah variabel yang mempengaruhi (memperkuat atau memperlemah) hubungan antara variabel bebas terhadap variabel terikat (Sugiyono, 2010:59). Variabel moderasi dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial.

Kepemilikan manajerial adalah salah satu mekanisme *Good Corporate Governance* (GCG) yang dapat mengendalikan konflik keagenan yang terjadi antara manajer dengan pemilik karena terjadi perbedaan kepentingan. Menurut Sujono dan Soebiantoro (2007), kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur melalui persentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen. Kepemilikan manajerial bertujuan untuk memberi kesempatan kepada manajer agar terlibat dalam kepemilikan saham, sehingga kedudukan manajer menjadi sejajar dengan pemilik perusahaan. Selain itu manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Menurut Kurniasari (2011), kepemilikan manajerial diukur dengan melihat proporsi kepemilikan saham yang dimiliki pihak manajemen.

Penelitian ini menggunakan jenis data kuantitatif dan kualitatif yang diperoleh melalui sumber data sekunder. Rahyuda dkk. (2014:18) menyatakan data kuantitatif adalah data yang berbentuk angka atau data kualitatif yang diangkakan dengan jalan memberi skor, sedangkan data kualitatif adalah data yang dinyatakan dalam bentuk kata, kalimat, gambar. Data kuantitatif dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan properti dan real estate di BEI yang telah di audit pada tahun 2011-2014, sedangkan data kualitatif mencakup beberapa penelitian terdahulu yang dapat mendukung hasil analisis.

Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh peneliti melalui orang lain atau dokumen. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini

adalah laporan keuangan tahunan perusahaan yang telah diaudit pada tahun 2011 – 2014 yang didapat dari website BEI.

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek/subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2010:115). Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di BEI pada periode 2011 - 2014. Sampel merupakan bagian dari jumlah karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut (Sugiyono, 2010:116). Dalam menentukan sampel untuk penelitian ini digunakan metode *non-probability sampling* dengan teknik *purposive sampling*, yaitu metode penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu, dimana anggota sampel akan dipilih sedemikian rupa sehingga sampel yang dibentuk tersebut dapat mewakili sifat-sifat populasi (Sugiyono, 2007:122). Tujuan penggunaan metode *purposive sampling* adalah untuk mendapatkan sampel *representative* sesuai dengan kriteria yang ditentukan.

**Tabel 1.**  
**Hasil Seleksi Pemilihan Sampel**

Keterangan	Jumlah
Perusahaan properti dan <i>real estate</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2011-2014.	50
Perusahaan properti dan <i>real estate</i> yang tidak menerbitkan laporan keuangan yang telah diaudit pada tahun 2011-2014.	(8)
Perusahaan properti dan <i>real estate</i> yang tidak memiliki kelengkapan data yang dibutuhkan selama periode pengamatan.	(32)
Jumlah sampel penelitian	10

*Sumber:* Data sekunder diolah, 2015

Berdasarkan kriteria pemilihan sampel yang telah ditentukan sebelumnya, terdapat 50 perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek

Indonesia pada tahun 2011-2014. Dari 50 perusahaan tersebut terdapat 8 perusahaan properti dan *real estate* yang tidak menerbitkan laporan keuangan yang telah diaudit dan terdapat 32 perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial dalam kepemilikan saham perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, maka perusahaan yang dapat dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah sebanyak 10 perusahaan. Periode penelitian ini adalah 4 tahun, jadi total sampel dalam penelitian ini adalah sebanyak 40 sampel.

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi dan studi kepustakaan. Metode dokumentasi dilakukan dengan cara mempelajari catatan – catatan yang terdapat dalam laporan tahunan perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Metode kepustakaan dilakukan dengan cara penelusuran data secara langsung melalui media cetak (buku, tesis, jurnal, skripsi) dan media elektronik (katalog perpustakaan, laporan BEI, situs internet).

Variabel bebas dalam penelitian ini berjumlah satu dan terdapat variabel moderasi. Oleh karena itu, pengujian hipotesis pertama menggunakan metode statistik regresi linier sederhana, sedangkan hipotesis kedua menggunakan regresi interaksi atau *Moderated Regression Analysis* (MRA). MRA dipilih karena dapat menjelaskan pengaruh variabel moderasi dalam memperkuat atau memperlemah hubungan variabel bebas dan variabel terikat. Persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

Persamaan regresi untuk  $H_1$

$$Y = \alpha + b_1X_1 + e \dots\dots\dots (1)$$

Persamaan regresi untuk H<sub>2</sub>

$$Y = \alpha + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3 X_1.X_2 + e \dots\dots\dots (2)$$

Keterangan:

- $\alpha$  = Konstanta
- Y = Struktur Modal
- X<sub>1</sub> = Diversifikasi Operasional
- X<sub>2</sub> = Kepemilikan Manajerial
- b = Slope
- e = Standar eror

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik deskriptif bertujuan untuk memberikan informasi mengenai karakteristik variabel yang diteliti yang dilihat dari jumlah pengamatan, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata dan standar deviasi masing-masing variabel penelitian. Hasil statistik deskriptif penelitian ini, dapat dilihat pada Tabel 2.

**Tabel 2.**  
**Hasil Statistik Deskriptif**

	N	Min	Max	Mean	Std. Deviation
Diversifikasi Operasional	40	0	1.73	0.80648	0.441133
Kepemilikan Manajerial	40	0	0.308	0.0774	0.110424
Struktur Modal	40	0.121	0.694	0.4095	0.136847

Sumber: data sekunder diolah, 2015

Diversifikasi operasional memiliki nilai indeks terendah yaitu 0,000 dan nilai indeks tertinggi yaitu 1,730 dengan nilai rata-rata sebesar 0,80648.. Perusahaan yang memiliki nilai indeks diversifikasi operasional terendah adalah PT Bhuwatanala Indah Permai Tbk dan perusahaan yang memiliki indeks diversifikasi operasional tertinggi adalah PT Agung Podomoro Land Tbk.

Nilai kepemilikan manajerial terendah yaitu 0,000 dan nilai tertinggi yaitu 0,308 dengan nilai rata-rata sebesar 0,07740. Perusahaan dengan kepemilikan manajerial terendah adalah PT Intiland Development Tbk dan perusahaan dengan kepemilikan manajerial tertinggi adalah PT Ciputra Development Tbk.

Nilai struktur modal terendah yaitu 0,121 dan nilai tertinggi yaitu 0,694 dengan nilai rata-rata sebesar 0,40950. Perusahaan dengan struktur modal terendah adalah PT Bhuwatanala Indah Permai Tbk dan perusahaan dengan struktur modal tertinggi adalah PT Summarecon Agung Tbk.

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah variabel pengganggu (residual) dari model regresi berdistribusi normal atau tidak. Uji normalitas dalam penelitian ini menggunakan *Kolmogorov-Smirnov test*. Hasil uji normalitas dari penelitian ini disajikan dalam Tabel 3.

**Tabel 3.**  
**Hasil Uji Normalitas Persamaan Regresi 1**

	<i>Unstandardized Residual</i>
N	40
<i>Kolmogorov-Smirnov Z</i>	1,044
<i>Asymp.Sig.(2-tailed)</i>	0,226

*Sumber:* data sekunder diolah, 2015

**Tabel 4.**  
**Hasil Uji Normalitas Persamaan Regresi 2**

	<i>Unstandardized Residual</i>
N	40
<i>Kolmogorov-Smirnov Z</i>	0,821
<i>Asymp.Sig.(2-tailed)</i>	0,510

*Sumber:* data sekunder diolah, 2015



Data penelitian dikatakan berdistribusi normal apabila nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* lebih besar dari 0,05. Berdasarkan Tabel 3 persamaan 1 maupun persamaan 2 dapat dilihat bahwa nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* nya lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,226 dan 0,510. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa model persamaan 1 dan persamaan 2 tersebut berdistribusi normal.

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. Adanya multikolinieritas dapat dilihat dari nilai *tolerance* atau *variance inflation factor* (VIF). Jika nilai *tolerance* lebih dari 10% atau VIF Kurang dari 10, maka dikatakan tidak ada multikolinieritas. Hasil uji multikolinieritas dapat dilihat pada Tabel 5.

**Tabel 5.**  
**Hasil Uji Multikolinieritas Persamaan Regresi 1**

Variabel	Tolerance	VIF
Diversifikasi Operasional (X1)	0,862	1,160

Sumber: data sekunder diolah, 2015

**Tabel 6.**  
**Hasil Uji Multikolinieritas Persamaan Regresi 2**

Variabel	Tolerance	VIF
Diversifikasi Operasional (X1)	0,342	2,921
Kepemilikan Manajerial (X1)	0,030	33,788
Interaksi X1.X2	0,034	29,754

Sumber: data sekunder diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 5 persamaan 1 menunjukkan bahwa tidak ada variabel bebas yang memiliki nilai *tolerance* kurang dari 0,1 ataupun nilai VIF lebih dari 10. Namun pada model persamaan 2 terdapat masalah multikolinieritas. Masalah tersebut dapat diabaikan karena model yang diuji menggunakan *Moderated Regression Analysis*

(MRA) memang mengandung unsur interaksi antar variabelnya. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa pada persamaan 1 tidak terjadi multikolinieritas.

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi terdapat korelasi antara kesalahan pada periode t-1 sebelumnya. Uji autokorelasi pada penelitian ini dilakukan dengan uji Durbin-Watson. Tabel 7 menunjukkan hasil dari uji autokorelasi pada penelitian ini.

**Tabel 7.**  
**Hasil Uji Autokorelasi Persamaan 1**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.330 <sup>a</sup>	0.109	0.061	0.132607	2.017

Sumber: data sekunder diolah, 2015

**Tabel 8.**  
**Hasil Uji Autokorelasi Persamaan 2**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.381 <sup>a</sup>	0.145	0.074	0.131719	2.024

Sumber: data sekunder diolah, 2015

**Tabel 9.**  
**Tabel Durbin-Watson (DW),  $\alpha = 5\%$**

n	k = 1		k = 2		k = 3	
	dL	dU	dL	dU	dL	dU
40	1.4421	1.5444	1.3908	1.6000	1.3384	1.6589

Sumber: data sekunder diolah, 2015

Hasil uji autokorelasi persamaan 1 memperoleh nilai Durbin-Watson sebesar 2,017 sedangkan table Durbin-Watson dengan n = 40 dan k = 1 menunjukkan nilai  $d_U = 1,544$ . Sehingga  $4-d_U = 2,446$ . Oleh karena itu nilai DW sebesar 2,017 berada diantara  $d_U$  dan  $4-d_U$  ( $1,544 < 2,017 < 2,445$ ). Sementara hasil uji autokorelasi persamaan 2 memperoleh nilai Durbin-Watson sebesar 2,024 dengan n = 40 dan k = 3 menunjukkan nilai  $d_U = 1,658$ . Sehingga nilai  $4-d_U = 2,342$ . Oleh karena itu nilai DW

sebesar 2,024 berada diantara  $d_U$  dan  $4-d_U$  ( $1,658 < 2,024 < 2,342$ ). Berdasarkan perhitungan tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala autokorelasi.

Uji Heterokedastisitas dilakukan untuk melihat apakah dalam model regresi memiliki ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Uji yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji *Glejser*. Jika tingkat signifikansi masing-masing variabel bebas lebih besar dari 0,05 maka disimpulkan bahwa tidak terdapat Heterokedastisitas. Hasil uji Heterokedastisitas ditunjukkan dalam Tabel 10.

**Tabel 10.**  
**Hasil Uji Heterokedastisitas Persamaan 1**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	T	Sig.
1 (Constant)	0.158	0.026		6.166	0
Diversifikasi Operasional	-0.046	0.024	-0.315	-	0.069
				1.875	

*Sumber:* data sekunder diolah, 2015

**Tabel 11.**  
**Hasil Uji Heterokedastisitas Persamaan 2**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	T	Sig.
(Constant)	0.188	0.036		5.214	0
1 Diversifikasi Operasional	-0.072	0.036	-0.481	-1.992	0.054
Kepemilikan Manajerial	-0.335	0.493	-0.558	-0.68	0.501
InteraksiX1.X2	0.068	0.745	0.071	0.092	0.927

*Sumber:* data sekunder diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 10 diketahui bahwa seluruh variabel bebas baik pada model persamaan 1 ataupun persamaan 2 memiliki nilai signifikansi lebih dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan model regresi penelitian ini bebas dari gejala heterokedastisitas.

Persamaan 1 untuk hipotesis 1 diuji menggunakan uji regresi linier sederhana. Berdasarkan hasil olah data dengan bantuan program SPSS, maka diperoleh hasil yang disajikan dalam Tabel 12.

**Tabel 12.**  
**Hasil Uji Regresi Persamaan 1**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0.386	0.054		7.123	0
1 Diversifikasi Operasional	0.055	0.052	0.177	1.058	0.297
<i>Adj R Square</i>					0,061
<b>F Statistik</b>					2,267
<b>Signifikansi F</b>					0,118

Sumber: data sekunder diolah, 2015

$$Y = 0,386 + 0,055 X_1 + e \dots \dots \dots (1)$$

Nilai konstanta sebesar 0,386 menunjukkan bahwa apabila nilai diversifikasi operasional ( $X_1$ ) yang diukur dengan Indeks Entropy sama dengan nol, maka nilai struktur modal perusahaan ( $Y$ ) yang diukur dengan *book leverage* meningkat sebesar 0,386 satuan.

Nilai koefisien  $\beta_1 = 0,055$  menunjukkan bahwa apabila nilai diversifikasi operasional ( $X_1$ ) bertambah 1 satuan, maka nilai dari struktur modal perusahaan ( $Y$ ) yang diukur dengan *book leverage* akan mengalami peningkatan sebesar 0,055 satuan dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.

Sesuai dengan Tabel 12, dapat dilihat hasil uji koefisien determinasi dengan nilai *adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,061. Hal ini berarti 6,1% variasi struktur modal dipengaruhi

oleh variasi diversifikasi operasional ( $X_1$ ), dan sisanya sebesar 93,3% dipengaruhi oleh faktor lain diluar model.

Uji ini digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara individual atau parsial terhadap variabel dependen. Apabila nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka hipotesis diterima, sebaliknya apabila nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 maka hipotesis ditolak. Berikut adalah kesimpulan yang diperoleh dari uji hipotesis (uji t) yang telah ditampilkan dalam Tabel 12, bahwa pengaruh diversifikasi operasional pada struktur modal menunjukkan nilai t sebesar 1,058 dengan signifikansi t 0,297 lebih besar dari 0,05. Hal tersebut berarti bahwa diversifikasi operasional tidak berpengaruh pada struktur modal.

Persamaan 2 untuk hipotesis 2 diuji menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA). Berdasarkan olah data dengan bantuan program SPSS diperoleh hasil yang disajikan dalam Tabel 13.

**Tabel 13.**  
**Hasil Uji Regresi Persamaan 2**

Model	<i>Unstandardized Coefficients</i>		<i>Standardized Coefficients</i>		T	Sig.
	B	Std. Error	Beta	T		
1 (Constant)	0.312	0.081			3.855	0
Diversifikasi Operasional	0.133	0.082	0.427		1.622	0.113
Kepemilikan Manajerial	1.063	1.11	0.857		0.957	0.345
InteraksiX1.X2	-2.055	1.678	-1.03		-1.225	0.229
<i>Adj R Square</i>						0,145
F Statistik						2,032
Signifikansi						0,127

Sumber: data sekunder diolah, 2015

$$Y = 0,312 + 0,133 X_1 + 1,603 X_2 - 2,055 X_1X_2 + e \dots \dots \dots (2)$$

Nilai konstanta sebesar 0,312 menunjukkan apabila nilai diversifikasi operasional ( $X_1$ ) dan kepemilikan manajerial ( $X_2$ ) sama dengan nol, maka nilai struktur modal perusahaan ( $Y$ ) meningkat sebesar 0,312 satuan. Nilai koefisien  $\beta_1 = 0,133$  menunjukkan apabila nilai diversifikasi operasional bertambah 1 satuan, maka nilai struktur modal perusahaan ( $Y$ ) meningkat sebesar 0,133 satuan. Nilai koefisien  $\beta_2 = 1,603$  menunjukkan apabila nilai kepemilikan manajerial ( $X_2$ ) bertambah 1 satuan, maka nilai struktur modal perusahaan ( $Y$ ) meningkat sebesar 1,603 satuan. Nilai koefisien  $\beta_3 = -2,055$  menunjukkan efek moderasi negatif, artinya semakin tinggi moderasi kepemilikan manajerial ( $X_2$ ), maka pengaruh diversifikasi operasional ( $X_1$ ) pada struktur modal perusahaan ( $Y$ ) akan mengalami penurunan.

Sesuai dengan Tabel 13 dapat dilihat hasil uji koefisien determinasi dengan nilai *adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,145 hal ini berarti 14,5% variasi struktur modal ( $Y$ ) dipengaruhi oleh variasi diversifikasi operasional ( $X_1$ ), dan kepemilikan manajerial ( $X_2$ ), sisanya sebesar 85,5% dipengaruhi oleh faktor lain diluar model.

Berdasarkan hasil analisis regresi pada Tabel 13 terlihat bahwa variabel bebas tidak berpengaruh secara serempak (simultan) terhadap variabel terikat yang ditunjukkan oleh nilai signifikansi F sebesar 0,127 lebih besar dari 0,05. Hal ini berarti seluruh variabel bebas, yaitu diversifikasi operasional ( $X_1$ ), dan kepemilikan manajerial ( $X_2$ ) sebagai pemoderasi tidak berpengaruh secara simultan pada struktur modal perusahaan.

Uji ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel bebas dan variabel moderasi secara individual pada variabel terikat. Berikut ini adalah kesimpulan yang

diperoleh dari hasil uji signifikansi parsial yang telah ditampilkan dalam Tabel 12. Pengaruh diversifikasi operasional pada struktur modal menunjukkan nilai t sebesar 1,622 dengan signifikansi t 0,133 lebih besar dari 0,05. Hal tersebut menunjukkan bahwa diversifikasi operasional tidak berpengaruh pada struktur modal. Pengaruh kepemilikan manajerial pada struktur modal menunjukkan nilai t sebesar 0,957 dengan signifikansi t 0,345 lebih besar dari 0,05. Hal tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada struktur modal. Kemampuan kepemilikan manajerial dalam memoderasi pengaruh diversifikasi operasional pada struktur modal menunjukkan nilai t sebesar -1,255 dengan signifikansi t 0,229 lebih besar dari 0,05. Hal tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak memoderasi pengaruh diversifikasi operasional pada struktur modal sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa  $H_2$  ditolak.

Variabel diversifikasi operasional pada Tabel 12 memiliki koefisien regresi sebesar 0,055 dan nilai signifikansi 0,297 lebih besar dari 0,05. Hal ini membuktikan bahwa variabel diversifikasi operasional tidak berpengaruh pada struktur modal. Hasil ini menolak  $H_1$  yang menyatakan diversifikasi operasional berpengaruh positif pada struktur modal. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Junior and Funchal (2013). Perusahaan yang memiliki tingkat diversifikasi tinggi memperoleh manfaat yaitu apabila salah satu segmen usahanya memperoleh laba yang besar, maka laba tersebut dapat digunakan sebagai sumber pendanaan bagi segmen lainnya, sehingga hal ini dapat mengurangi tingkat penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan penelitian yang

dilakukan oleh Sulastri (2014) dan Hutagalung & Diyanty (2014) yang menyatakan bahwa diversifikasi usaha bukan salah satu faktor yang mempengaruhi tingkat penggunaan hutang perusahaan.

Hasil uji moderasi diversifikasi operasional dan kepemilikan manajerial ( $X_1X_2$ ) pada struktur modal diperoleh koefisien regresi sebesar -2,055 dengan signifikansi 0,229 (Tabel 13) lebih besar dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak memoderasi pengaruh diversifikasi operasional pada struktur modal secara signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa  $H_2$  yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memoderasi pengaruh diversifikasi operasional pada struktur modal ditolak. Temuan penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Larasati (2011) yang menyebutkan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada struktur modal. Hal ini mencerminkan bahwa manajer perusahaan publik di Indonesia bukanlah sebagai faktor penentu dalam pengambilan kebijakan pendanaan dari hutang karena jumlah saham yang dimiliki pihak manajer pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Indonesia masih sangat rendah. Sehingga kepemilikan manajerial tidak mampu memperlemah pengaruh diversifikasi operasional pada struktur modal.

## **SIMPULAN DAN SARAN**

Berdasarkan hasil penelitian, maka dapat disimpulkan bahwa diversifikasi operasional tidak berpengaruh pada struktur modal. Kepemilikan manajerial tidak memoderasi pengaruh diversifikasi operasional pada struktur modal.



Berdasarkan hasil penelitian dan simpulan di atas, maka saran yang dapat disampaikan terkait penelitian ini adalah peneliti selanjutnya sebaiknya memperluas wilayah penelitian dengan melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur atau perusahaan jasa yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini terkait dengan keterbatasan sampel dari penelitian ini yang hanya meneliti pada perusahaan properti dan *real estate*. Sehingga hasil yang diperoleh dalam penelitian ini tidak dapat digeneralisasi untuk setiap perusahaan yang ada di Indonesia. Peneliti selanjutnya sebaiknya menggunakan metode pengukuran variabel diversifikasi operasional yang berbeda, karena alat ukur yang digunakan pada penelitian ini diduga tidak mampu menjelaskan strategi perusahaan dalam hal keputusan finansial secara memuaskan.

## REFERENSI

- Alonso, E.J.M. 2000. *The Effect Of Firm Diversification On Capital Structure: Evidence From Spanish Firms*. *European Financial Management Association Annual Meeting*, Athens (Greece).
- Barton, S., & Gordon, P. 1988. *Corporate Strategy and Capital Structure*. *Strategic Management Journal*, 623-632.
- Chkir, I.E. and Cosset, J.C. 2001. *Diversification Strategy and Capital Structure of Multinational Corporations*. *Journal of Multinational Financial Management* 17, pp:37.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Harto, Puji. 2005. Kebijakan Diversifikasi Perusahaan dan Pengaruhnya terhadap Kinerja: Studi Empiris pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi VIII*. Solo.

- Hutagalung, Sutan Oloan M dan Vera Diyanty. 2014. Analisis Pengaruh Strategi Diversifikasi Terhadap Tingkat Penggunaan Utang Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi XVII*. Mataram, Lombok.
- Junior, J.N., Funchal, B. 2013. *The Effects of Corporative Diversification on the Capital Structure of Brazilian Firms*. R. Cont. Fin. – USP, São Paulo 24(62), pp: 154-161.
- Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG). 2006. *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*, Jakarta.
- Kurniasari, Anis. 2011. Pengaruh Diversifikasi Korporat terhadap Kinerja Perusahaan dengan Moderasi Kepemilikan Manajerial. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi: Universitas Diponegoro, Semarang.
- Larasati, Eva. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Deviden terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis* 16(2).
- Purwitasari, Elisa dan Aditya Septiani. 2013. Analisis Pengaruh Struktur Modal terhadap Profitabilitas. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Diponegoro* 2(3), pp: 1-11.
- Qureshi, M.A., Akhtar,W. and Imdadullah,M. 2012. *Does Diversification Affect Capital Structure and Profitability in Pakistan*. *Asian Social Science* 8(4).
- Rahayu, I.P.N dan Abdul Rohman. 2014. Pengaruh Diversifikasi Operasional terhadap Struktur Modal dengan Kepemilikan Pemerintah sebagai Variabel Moderasi. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Diponegoro*3(3), pp:1-14.
- Rahyuda, I Ketut, IGW Murjana Yasa dan I Nyoman Yuliarmi, 2004. *Metodologi Penelitian*. Denpasar: Universitas Udayana Press.
- Rianto, Bambang. 2001. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan Edisi 4*. BPFE, Yogyakarta.
- Sheisarvian, Revi Mareta., Sudjana, Nengah., dan Saifi, Muhammad. 2015. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Deviden, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Administrasi Bisnis* 22(1).
- Singh, M., Davidson, W. III and Suchard, J. 2003. *Corporate Diversification Strategies and Capital Structure*. *Quarterly Review of Economics and Finance* 43, pp: 147-167.
- Su, Larry D. 2010. *Ownership Structure, Corporate Diversification and Capital Structure*. *Journal of Management Decision* 48(2).

- Sugiyono. 2010. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: Alfabeta.
- Sujono dan Soebiantoro, 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Manajemen*. Fakultas Ekonomi: Universitas Petra.
- Sulastri, Uli. 2014. Pengaruh Strategi Diversifikasi terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Universitas Negeri Surabaya (online)*.
- Wardhani, Ratna dan Ade Sobrina Hasibuan. 2011. *The Effect of Related and Unrelated Diversification of Capital Structure Policy: Empirical Evidence from Indonesia*. *The Indonesian Journal of Accounting Research* 14(2), pp: 159-174.