

DETERMINAN STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN PERTAMBANGAN PASCA UU NOMOR 4 TAHUN 2009

Sumani

sumanisumani69@gmail.com

Fakultas Ekonomi Universitas Jember

ABSTRACT

The aim of research is to know the effect of profitability, company size, growth, business risks, managerial ownership and institutional ownership on the capital structure as well as the influence of capital structure to value mining companies after the implementation of Law No. 4 of 2009 on Mineral and coal's Mining. The research carried out to test the hypothesis based on theoretical and empirical studies. The study population is a mining company listed on the Indonesia Stock Exchange, with a population of 36 company members. The sampling method was using purposive sampling techniques and acquired 11 companies in the study period of six years, from 2009 to 2014. Multiple and simple regression analysis techniques were used according to the research objectives to be achieved. Regression models of this study were not violation classic assumption which includes multicollinearity, autocorrelation and heteroscedasticity. Hypothesis testing results showed the variables of profitability, business risk, managerial ownership and institutional ownership have negative effect on the mining company's capital structure. However, company size, growth and asset structure not significant on the capital structure. On the other side, Capital structure significantly negative influence to the value of mining companies after the implementation of Law No. 4 of 2009.

Key words: Capital Structure, Value of the Firms, Mining Companies

ABSTRAK

Tujuan penelitian yaitu mengetahui pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap struktur modal serta pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pertambangan pasca penerapan UU Nomor 4 Tahun 2009 tentang Pertambangan Mineral dan Batubara. Jenis penelitian merupakan penelitian hypothesis testing, yaitu penelitian yang dilakukan untuk menguji hipotesis berdasarkan kajian teoritis dan empiris. Populasi penelitian yaitu perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan anggota populasi berjumlah 36 perusahaan. Metode pengambilan sampel menggunakan teknik purposive sampling dan diperoleh 11 perusahaan dengan periode penelitian selama 6 (enam) tahun, mulai 2009 sampai 2014. Teknik analisis dengan regresi berganda dan sederhana sesuai dengan tujuan penelitian yang ingin dicapai. Uji asumsi klasik semua terbebas dari multikolinearitas, otokorelasi dan heteroskedastisitas. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa variabel profitabilitas, risiko bisnis, kepemilikan manajerial, serta kepemilikan institusional, masing-masing sebagai berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan pertambangan. Namun variabel ukuran perusahaan, pertumbuhan dan struktur aktiva tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan pertambangan pasca penerapan UU Nomor 4 Tahun 2009.

Kata kunci: Struktur Modal, Nilai Perusahaan, Perusahaan pertambangan.

PENDAHULUAN

Kesejahteraan pemegang saham dipengaruhi oleh keputusan keuangan yang dilakukan oleh pihak manajemen. Manajer

keuangan sebagai pihak yang bertanggung jawab, memiliki peran penting dalam menentukan keputusan keuangan. Salah satu keputusan penting yang dihadapi

manajer keuangan yaitu keputusan pendanaan atau penentuan struktur modal. Besar kecilnya dana yang dibutuhkan setiap perusahaan tidaklah sama, disesuaikan dengan kondisi masing-masing perusahaan. Brealey *et al.* (2007: 355) mengungkapkan struktur modal merupakan bauran (proporsi) pendanaan utang jangka panjang dan pendanaan ekuitas.

Perusahaan yang menggunakan utang tanpa memahami kondisi finansialnya akan menimbulkan kewajiban yang dapat meningkatkan beban perusahaan tersebut. Kemungkinan yang paling buruk dari kesalahan pengambilan keputusan dalam pendanaan dengan utang yaitu terjadinya kebangkrutan, sedangkan jika manajer menggunakan ekuitas (menerbitkan saham), dana yang diperoleh dari saham sangatlah besar sehingga memungkinkan perusahaan melakukan investasi dengan nilai yang besar juga. Gitman dan Zutter (2012:535), struktur modal optimum tercapai apabila mengandung biaya modal (*cost of capital*) yang minimum. Brigham dan Houston (2007:450) juga mengungkapkan struktur modal yang optimal ialah struktur modal yang mampu memaksimalkan harga saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Titman dan Wessels (1988) terhadap 469 perusahaan manufaktur di Amerika pada tahun 1974-1982. Titman dan Wessels menyimpulkan risiko bisnis, struktur aset, dan pertumbuhan perusahaan tidak memengaruhi rasio utang perusahaan. Hasil penelitian Krishnan dan Moyers (1997), Deesomsak (2004), Eriotis (2007), serta Hossain dan Ali (2012) juga menyimpulkan profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis tidak memengaruhi keputusan pendanaan. Namun hasil penelitian Wald (1999) menyimpulkan profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan memengaruhi rasio utang perusahaan. Penelitian Michaelas *et al.* (1999), Huang dan Song (2006) serta Fauzi (2013) juga menyimpulkan bahwa profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur aset, risiko

bisnis, dan kepemilikan manajerial memengaruhi struktur modal.

Penelitian mengenai struktur modal di negara berkembang dilakukan oleh Booth *et al.* (2001) yaitu di negara India, Pakistan, Thailand, Malaysia, Turki, Zimbabwe, Meksiko, Brazil, Yordania, dan Korea. Hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa struktur aset, risiko bisnis, profitabilitas, dan ukuran perusahaan memengaruhi pengambilan keputusan pendanaan di beberapa perusahaan yang ada di negara berkembang. Hasil penelitian Chen (2004), Thippayana (2014), dan Memon *et al.* (2015) juga menyimpulkan profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis memengaruhi keputusan pendanaan. Namun penelitian yang dilakukan oleh Saleem *et al.* (2013) pada perusahaan minyak dan gas di *Karachi Stock Exchange* pada tahun 2005-2009 menyimpulkan bahwa struktur aset, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas tidak memengaruhi struktur modal. Hasil penelitian Ruslim (2009), Yeniatie dan Destriana (2010), serta Savitri *et al.* (2012) juga menyimpulkan bahwa profitabilitas, kepemilikan manajerial, pertumbuhan perusahaan, dan risiko bisnis tidak memengaruhi struktur modal.

Penelitian ini dilakukan di sektor pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014. Karakteristik sektor pertambangan yang memiliki risiko tinggi menyebabkan sektor ini dapat memberikan *return* yang tinggi. Selain itu peluang pertumbuhan yang masih terbuka membuat ekspektasi meningkat, karena investasi yang dilakukan diharapkan mendapat *return* yang lebih tinggi di masa depan. Namun sifat dan karakteristik industri pertambangan yang memerlukan biaya investasi yang sangat tinggi dan berisiko, menjadikan masalah pendanaan sebagai isu utama dalam pengembangan perusahaan, (Hadiyanto dan Tayana, 2010).

Keputusan pendanaan khususnya pada sektor pertambangan, pemerintah telah mewajibkan perusahaan tambang di Indonesia membangun pabrik pengolahan dan

pemurnian hasil tambang (*smelter*) yang pastinya memerlukan modal yang tinggi. Pemerintah menetapkan Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2009 tentang Pertambangan Mineral dan Batubara, yang menjelaskan pemegang Izin Usaha Penambangan (IUP) Operasi Produksi dan pemegang kontrak karya wajib melakukan peningkatan nilai tambah mineral melalui kegiatan pengolahan dan pemurnian di dalam negeri selambat-lambatnya 5 (lima) tahun sejak UU No. 4 Tahun 2009 diundangkan. Artinya tahun 2014 merupakan batas waktu maksimal pembangunan *smelter* oleh perusahaan pertambangan. Menindak-lanjuti amanat UU No.4 Tahun 2009, pemerintah menetapkan Peraturan Pemerintah No.1 Tahun 2014 tentang larangan bagi perusahaan tambang di Indonesia untuk mengekspor bahan tambang mentah mulai Januari 2014. Adanya proses pengolahan dan pemurnian bijih mineral di dalam negeri akan memberikan nilai tambah yang lebih untuk setiap jenis mineral. Pemerintah mengungkapkan untuk membangun *smelter* dibutuhkan dana minimal US\$ 1,2-2 miliar. Untuk itu pemerintah menyarankan pengusaha pertambangan dapat mengajukan pinjaman dari perbankan asing dan nasional untuk membangun *smelter*, (Iwan, <http://www.kemenperin.go.id>).

Pembangunan *smelter* ini dilatar belakangi oleh produksi bijih mentah (*raw material*) hasil pertambangan Indonesia yang selalu diekspor keluar negeri, sedangkan pabrik pemurnian dan pengolahannya ada di negara tujuan ekspor. Hal ini tentunya merugikan Indonesia karena nilai *raw material* lebih rendah dibandingkan material yang sudah diolah dengan kualitas yang lebih tinggi. Kondisi inilah yang membuat pemerintah merancang adanya tahap lanjutan terhadap hasil pertambangan sebelum diekspor ke luar negeri. Pembangunan *smelter*, perusahaan tambang memerlukan modal yang dapat bersumber dari dana internal atau eksternal. Oleh karena itu, perusahaan akan mempertimbangkan sumber dana yang digunakan dalam

menentukan struktur modal yang sesuai dengan kondisi masing-masing perusahaan, sehingga diharapkan keputusan struktur modal yang tepat dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Berdasarkan uraian tersebut, maka rumusan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut: (1) apakah profitabilitas, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan, risiko bisnis, struktur asset, kepemilikan manajerial dan keputusan institusional berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan pertambangan Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009, (2) apakah struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan pertambangan Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009?. Tujuan penelitian meliputi: (1) mengetahui pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan, risiko bisnis, struktur asset, kepemilikan manajerial dan keputusan institusional terhadap struktur modal perusahaan pertambangan Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009, (2) mengetahui pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pertambangan Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009.

TINJAUAN TEORETIS

Nilai Perusahaan

Tujuan utama perusahaan ialah memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (Van Horne, 2002:3). Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Menurut Brigham dan Houston (2007: 430), nilai perusahaan merupakan *present value* dari *free cash flow* yang diharapkan dimasa depan. *Present value* merupakan nilai sekarang dari tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham di masa depan. Brigham dan Houston (2007: 30) juga mengungkapkan tujuan utama manajemen yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham yang tercermin pada pemaksimalan harga sahamnya. Harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli diartikan

sebagai harga pasar atas perusahaan itu sendiri sehingga harga pasar berarti harga yang bersedia dibayar oleh investor untuk setiap lembar saham perusahaan.

Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik saham karena nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan tingkat kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi juga akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini, namun pada prospek perusahaan di masa depan sehingga nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan yang selalu dikaitkan dengan harga saham. Anshori dan Denica (2010) serta Wijaya dan Wibawa (2010) mengungkapkan nilai perusahaan dipengaruhi oleh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen.

Teori Struktur Modal

Menurut Brigham dan Houston (2007: 331), struktur modal merupakan kumpulan dari utang, saham preferen dan saham biasa, sedangkan menurut Gitman dan Zutter (2012:508), struktur modal merupakan komposisi pendanaan antara utang jangka panjang dan ekuitas. Berdasarkan pendapat para ahli tersebut maka dapat disimpulkan bahwa struktur modal merupakan bauran pendanaan yang berasal dari utang jangka panjang dan ekuitas yang digunakan untuk operasional perusahaan.

Teori Miller dan Modigliani (Model MM Tanpa Pajak)

Teori Miller dan Modigliani atau yang dikenal dengan teori MM merupakan dasar dari teori keuangan modern. Modigliani dan Miller (1958) menjelaskan bagaimana hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan.

Trade Off Theory

Teori *trade off* menentukan struktur modal optimal menggunakan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan (*agency costs*) dan biaya kesulitan keuangan

(*financial distress*), tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan *symmetric information* sebagai penyeimbang dan manfaat penggunaan utang. Tingkat utang yang optimal tercapai ketika penghematan pajak (*tax shields*) mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan (*costs of financial distress*). Teori *trade off* memiliki implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade off* antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal. (Brigham dan Houston, 2007).

Teori Biaya Keagenan (Agency Cost Theory)

Teori yang memperhitungkan biaya keagenan pertama kali dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976). Teori tersebut menegaskan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh insentif dan perilaku dari pembuat keputusan (pihak manajemen). Jensen dan Meckling mengemukakan adanya dua potensi konflik, yaitu konflik antara pemegang saham dengan kreditur, dan konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen. (Harris dan Raviv, 1999)

Teori Signalling

Ross (1977) menyatakan ketika perusahaan menerbitkan utang baru, menjadi tanda atau sinyal bagi pemegang saham dan investor tentang prospek perusahaan di masa depan. Teori *signalling* ini muncul karena adanya permasalahan asimetris informasi, karena kondisi asimetris informasi ada dari waktu ke waktu, perusahaan harus menjaga kapasitas cadangan pinjaman dengan menjaga tingkat pinjaman yang rendah. Adanya cadangan ini memungkinkan manajer untuk mengambil keuntungan dari kesempatan investasi, tanpa harus menjual saham pada harga rendah sehingga akan mengirimkan sinyal yang sangat mempengaruhi harga saham.

Myers dan Majluf (1984) juga membuat model *signalling* yang merupakan kombinasi dari keputusan investasi dan keputusan

an pendanaan. Manajer diasumsikan mengetahui nilai “sebenarnya” perusahaan di masa depan. Disamping itu, manajer juga diasumsikan bertindak sesuai dengan kepentingan dari pemegang saham lama, yaitu orang yang memiliki saham diperusahaan dan berhak atas hak pengambilan suaranya dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Teori Pecking Order

Myers (1984) menyatakan terdapat semacam tata urutan (*pecking order*) bagi perusahaan dalam menggunakan modal. Berdasarkan teori *pecking order* perusahaan akan lebih menyukai pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal

Faktor-Faktor yang Memengaruhi Struktur Modal

Brigham dan Houston (2007:463) mengungkapkan penentuan keputusan struktur modal dipengaruhi oleh 12 faktor yaitu penjualan, struktur aset, *leverage* operasi, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, pajak, kontrol, perilaku manajemen, kreditur dan peringkat nilainya, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, serta fleksibilitas finansial. Namun pada penelitian ini, variabel yang digunakan dalam menganalisis struktur modal dan nilai perusahaan ialah profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional.

Beberapa penelitian yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan terus dikaji oleh peneliti di beberapa negara. Penelitian terbaru dilakukan oleh Memon *et al.* (2015) pada 143 perusahaan publik di Pakistan tahun 2001-2012. Hasil penelitiannya mengungkapkan profitabilitas, struktur aset, dan ukuran perusahaan memengaruhi utang perusahaan. Namun kekurangan penelitian ini terletak pada alat analisis yang digunakan. Penelitian ini menggunakan regresi *pooling* dengan dua metode yaitu *common constant method* dan *fixed effect method*. Selain tidak ada uji model terhadap

penggunaan kedua metode tersebut, pada regresi *pooling* hanya disarankan menggunakan satu metode saja.

Yuliani *et al.* (2014) pada sektor *real estate* dan properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2007-2011. Alat analisis yang digunakan ialah analisis jalur. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa struktur aset dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Selain itu struktur modal juga berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, hal ini dikarenakan ketersediaan dana internal tidak mampu memprediksi besarnya kebutuhan pendanaan perusahaan.

Utomo dan Djumahir (2011) meneliti struktur modal pada perusahaan tekstil dan garmen yang terdaftar di BEI tahun 2005-2012. Alat analisis yang digunakan ialah *two stage least square* (2SLS). Hasil penelitiannya menyimpulkan profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Struktur aset dan risiko bisnis berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Namun struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan selama periode pengamatan, perusahaan masih dalam tahap restrukturisasi sehingga memerlukan banyak dana.

Yeniatie dan Destriana (2010) meneliti kebijakan utang pada perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2005-2007. Hasil penelitiannya menunjukkan kepemilikan institusional, struktur aset, dan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang, sedangkan kepemilikan manajerial, pertumbuhan perusahaan, dan risiko bisnis tidak memengaruhi kebijakan utang.

Suteja dan Manihuruk (2009) meneliti struktur modal pada perusahaan publik di Indonesia tahun 1994-2005. Alat analisis yang digunakan yaitu regresi *pooling* dengan metode *fixed effect*. Hasil penelitiannya menyimpulkan risiko bisnis, profitabilitas, dan ukuran perusahaan memengaruhi struktur modal. Selain itu kepemilikan

institusional, kepemilikan manajerial, dan struktur modal memengaruhi nilai perusahaan, sedangkan profitabilitas tidak memengaruhi nilai perusahaan.

De Jong *et al.* (2008) meneliti struktur modal pada perusahaan yang ada di 42 negara selama tahun 1997-2001. Alat analisis yang digunakan ialah regresi berganda. Hasil penelitiannya menyimpulkan struktur aset, ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap teori struktur modal konvensional. Kekurangan dari penelitian ini ialah belum dapat menjelaskan faktor-faktor yang berpengaruh lebih dominan bagi keputusan struktur modal di setiap negara.

Huang dan Song (2006) meneliti struktur modal pada perusahaan publik di Cina selama tahun 2000. Alat analisis yang digunakan yaitu regresi berganda. Hasil penelitiannya menyimpulkan ukuran perusahaan, struktur aset, risiko bisnis, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap struktur modal. Selain itu profitabilitas, dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan publik di Cina.

Hipotesis penelitian yang diajukan pada penelitian ini, meliputi: (1) Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, (2) Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal, (3) Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal, (4) Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal, (5) Struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal, (6) Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap struktur modal, (7) Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal, (8) Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Rerangka Konseptual Penelitian

Berdasarkan kajian teoritis dan kajian

empiris yang telah diuraikan sebelumnya maka rerangka konseptual penelitian ini terdapat dalam gambar 1. Gambar 1 menunjukkan bahwa: kesejahteraan pemegang saham (nilai perusahaan) salah satunya dipengaruhi oleh keputusan pendanaan atau penentuan struktur modal. Struktur modal dipengaruhi oleh beberapa faktor diantaranya profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional. (Brigham dan Houston, 2007).

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini merupakan penelitian *hypothesis testing*, yaitu penelitian yang dilakukan untuk menguji hipotesis berdasarkan kajian teoritis dan empiris, sehingga dapat ditarik kesimpulan dari hasil penelitian yang dilakukan.

Gambaran Populasi

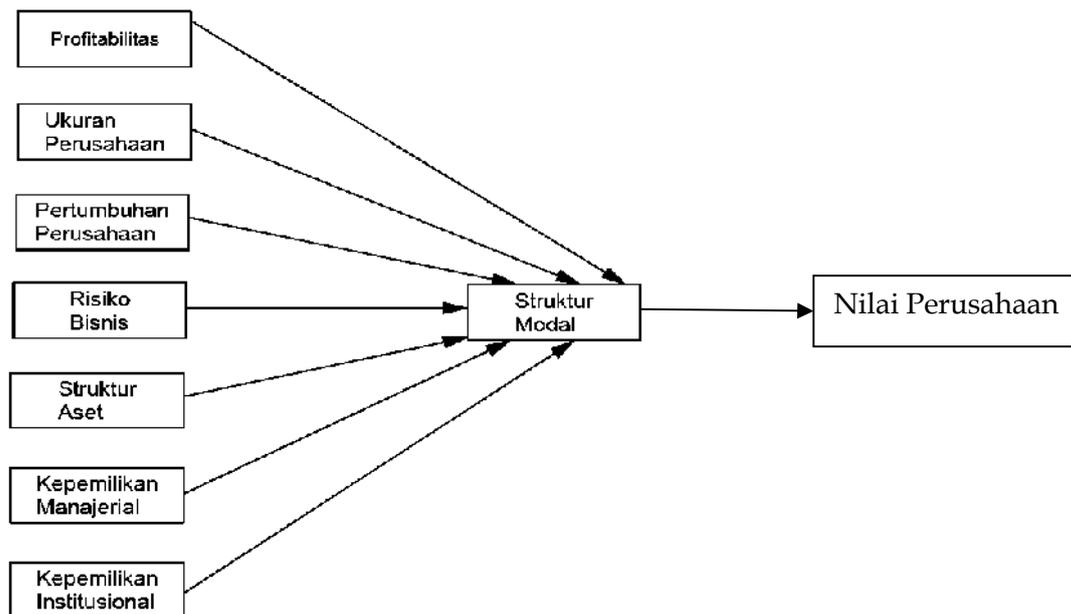
Populasi penelitian ini adalah perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI, dengan anggota populasi berjumlah 36 perusahaan. Sub sektor industri pertambangan, meliputi: Batu Bara, Minyak dan Gas Bumi, Logam dan Mineral, dan Batu-Batuan.

Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, yaitu sampel perusahaan ditentukan berdasarkan kriteria yang sesuai dengan tujuan penelitian. Jumlah sampel penelitian sebanyak 11 perusahaan.

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data bersumber dari laporan tahunan serta laporan keuangan yang telah diaudit dan dipublikasikan di BEI selama tahun 2009-2014. Pengumpulan data yang digunakan pada penelitian ini yaitu metode dokumentasi.



Gambar 1
Rerangka Konseptual Penelitian

Definisi Operasional

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah: struktur modal dan nilai perusahaan sebagai variabel dependen, sedangkan profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional sebagai variabel independen.

Struktur modal merupakan komposisi pendanaan antara utang jangka panjang dan ekuitas. Proksi yang digunakan untuk mengukur struktur modal yaitu *debt to asset ratio* (DAR) Wald (1999). Skala yang digunakan yaitu skala rasio.

Nilai perusahaan adalah persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham, dimana harga saham yang tinggi akan membuat nilai perusahaan juga tinggi (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Skala yang digunakan adalah skala rasio.

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan mendapatkan keuntungan dari operasional perusahaan selama periode tertentu (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Skala yang digunakan yaitu skala rasio.

Ukuran perusahaan merupakan skala dalam menilai besar kecilnya perusahaan menurut berbagai cara antara lain total aset, total penjualan, dan kapitalisasi pasar (Ferry dan Jones, 1979).

Pertumbuhan perusahaan merupakan kenaikan jumlah penjualan yang dihasilkan oleh suatu perusahaan tiap periode tertentu (Kesuma, 2009). Skala yang digunakan yaitu skala rasio.

Risiko bisnis merupakan risiko yang berkaitan dengan proyeksi tingkat pengembalian aktiva dari suatu perusahaan di masa depan (Brigham dan Houston, 2007: 439). Skala yang digunakan yaitu skala rasio.

Struktur aset merupakan perbandingan antara aktiva tetap dan total aktiva (Weston dan Brigham, 2005: 175). Skala yang digunakan yaitu skala rasio.

Kepemilikan manajerial ialah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan yakni direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002). Mahadwarta dan Hartono (2002) menemukan bahwa kecenderungan data di Indonesia bersifat binomial (ada atau tidak ada) sehingga hal

ini mendukung digunakannya variabel *dummy*. $D = 1$ untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial, sedangkan $D=0$ untuk perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial.

Kepemilikan institusional merupakan persentase kepemilikan saham pihak eksternal (non manajemen) atas saham perusahaan seperti pihak bank, asuransi, atau institusi lain (Wahidahwati, 2002). Agrawal dan Knouber (1996) menggunakan kepemilikan *blockholder* untuk mengukur kepemilikan institusional. Skala yang digunakan yaitu skala rasio.

Teknik Analisis Data

Uji Normalitas Data

Sebelum melakukan uji hipotesis, perlu dilakukan pengujian normalitas data. Ghozali (2011: 29-32) menjelaskan uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah nilai residual terdistribusi normal atau tidak. Model penelitian yang baik memiliki nilai residual yang terdistribusi normal. Deteksi normalitas pada penelitian ini menggunakan uji *Kolmogorov Smirnov*.

Uji Asumsi Klasik

Uji Multikolinieritas

Multikolinieritas merupakan adanya hubungan linier diantara beberapa atau semua variabel independen pada model penelitian. Untuk mengetahui ada tidaknya multikolinieritas pada model dilakukan pendeteksian terlebih dahulu, kemudian jika multikolinieritas terjadi, barulah dilakukan tindakan untuk menghilangkan efek dari multikolinieritas. (Gujarati, 2004: 342-363)

Uji Autokorelasi

Autokorelasi merupakan korelasi antara anggota observasi yang diurutkan menurut deret waktu (*time series*) atau ruang (*cross section*). Uji ini bertujuan untuk menguji model penelitian terdapat korelasi antara *disturbance term* suatu observasi dengan observasi lainnya. (Gujarati, 2004: 442-469)

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji model regresi apakah terdapat ketidak samaan varians dari residual tiap observasi.

Analisis Regresi Berganda

$$\begin{aligned} \text{DEBT}_{it} &= b_0 - b_1 \text{PROFIT}_{it} + b_2 \text{SIZE}_{it} + b_3 \\ \text{GROWTH}_{it} &- b_4 \text{BRISK}_{it} + b_5 \text{ASSET}_{it} - b_6 \\ \text{MOWN}_{it} &- b_7 \text{INST}_{it} + e_{it} \\ \text{VALUE}_{it} &= b_0 + b_1 \text{DEBT}_{it} + e_{it} \end{aligned}$$

Formulasi variabel penelitian, yaitu:

- Profitabilitas menggunakan proksi *Return On Asset (ROA)*, yaitu rasio antara laba sebelum bunga dan pajak dengan total aktiva.
- Ukuran perusahaan menggunakan proksi logaritma natural dari total aset.
- Pertumbuhan perusahaan menggunakan proksi pertumbuhan penjualan, yaitu rasio antara penjualan periode t dikurangi penjualan $t-1$ dengan penjualan $t-1$.
- Risiko laba menggunakan proksi volatilitas pendapatan, yaitu: *standart deviation of ROA*
- Struktur asset, yaitu rasio antara aktiva tetap dengan total aktiva
- Kepemilikan manajerial menggunakan variabel *dummy*, yaitu: $D = 1$ untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial dan $D = 0$ untuk perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial
- Kepemilikan institusional, diukur dengan rasio antara *institutional shares* dan *blockholder shares* dengan *number of share outstanding*.
- Struktur modal menggunakan proksi *Debt to Asset Ratio (DAR)*, yaitu rasio antara hutang jangka panjang dengan total aset
- Nilai Perusahaan menggunakan proksi *Price Earning Ratio (PER)*, yaitu rasio antara harga pasar per lembar saham biasa dengan laba per lembar saham.

Pengujian Hipotesis

Setelah melakukan uji asumsi klasik, dilakukan uji hipotesis. Uji hipotesis ini dilakukan untuk mengukur ketepatan fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktualnya, yang dapat diukur dari *goodness of fit* nya. Secara statistik dapat diukur dari nilai signifikansi parsial (t) dan koefisien determinasinya (R^2) (Ghozali, 2011).

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Uji Normalitas Data

Hasil uji normalitas setelah dilakukan transformasi data. *P-value* variabel nilai perusahaan (LnVALUE) sebesar 0,496 lebih tinggi dari taraf signifikansi 5% ($0,496 > 0,05$). Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan H_0 ditolak yang berarti residual variabel LnVALUE berdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Nilai *Tolerance* masing-masing variabel independen lebih dari 0,10, sedangkan nilai VIF masing-masing variabel independen kurang dari 10. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan H_0 ditolak yang berarti tidak terjadi multikolinearitas antar variabel independen pada Model 1.

Uji Autokorelasi

Nilai Durbin Watson sebesar 1,443, artinya nilai tersebut lebih tinggi dari nilai batas bawah (dL) sebesar 1,438, namun lebih rendah dari nilai batas atas (dU)

sebesar 1,832 sehingga dapat disimpulkan tidak ada keputusan pada model penelitian. Dengan demikian, dapat diasumsikan tidak terjadi autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas

Berdasarkan *p-value* semua variabel lebih tinggi dari tingkat signifikansi 5% ($0,065 > 0,05$) sehingga dapat disimpulkan H_0 ditolak yang berarti tidak mengalami heteroskedastisitas.

Analisis Regresi Berganda dan Sederhana

Tujuan analisis regresi berganda untuk mengetahui pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen. Persamaan strukturalnya sebagai berikut. (tabel 1).

Keterangan: PROFIT = Profitabilitas, SIZE = Ukuran Perusahaan, GROWTH = Pertumbuhan Perusahaan, BRISK = Risiko Bisnis, LnASSET = Struktur Aset, INST = Kepemilikan Institusional, LnDEBT = Struktur Modal, LnVALUE = Nilai Perusahaan.

Model 1:

$$\text{LnDEBT}_{it} = 4,791 - 1,189 \text{ PROFIT}_{it} + 0,038 \text{ SIZE}_{it} + 0,113 \text{ GROWTH}_{it} - 1,351 \text{ BRISK}_{it} - 0,112 \text{ LnASSET}_{it} - 0,882 \text{ MOWN}_{it} - 7,095 \text{ INST}_{it} + e_{it}$$

Model 2:

$$\text{LnVALUE}_{it} = -1,930 - 0,110 \text{ LnDEBT}_{it} + e_{it}$$

Tabel 1
Koefisien Regresi Berganda dan Regresi Sederhana

Variabel Independen	Model 1 (Y=LnDEBT)	Model 2 (Y=LnVALUE)
Konstanta	4,791	-1,930
PROFIT	-1,189	
SIZE	0,038	
GROWTH	0,113	
BRISK	-1,351	
LnASSET	-0,112	
MOWN	-0,882	
INST	-7,095	
LnDEBT	-	-0,110

Sumber : Data diolah, 2014

Uji Hipotesis

Pengujian ini dilakukan untuk menganalisis pengaruh antara variabel independen dan variabel dependen. Taraf signifikansi (α) yang digunakan yaitu 5% dan 10%. Kriteria pengambilan keputusan ialah:

- a) Bila $p\text{-value} \geq \alpha$, H_0 diterima.
- b) Bila $p\text{-value} < \alpha$, H_0 ditolak.

Uji hipotesis ditunjukkan pada tabel 2 dan 3 sebagai berikut.

Hasil analisis regresi pada tabel 2, menunjukkan bahwa variabel Profitabilitas (PROFT), Risiko Bisnis (BRISK), Kepemilikan Manajerial (MOWN), dan Kepemilikan Institusional (INST) berpengaruh negative signifikan terhadap Struktur Modal (LnDEBT). Namun, Ukuran Perusahaan (SIZE), Pertumbuhan (GROWTH), dan Struktur Aktiva (LnASSET) tidak berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal (LnDEBT) perusahaan pertambangan Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009, sebab $p\text{-value} > sig.$ Tabel 3 menunjukkan bahwa Struktur

Modal (LnDEBT) berpengaruh negatif signifikan terhadap Nilai Perusahaan (LnVALUE) pertambangan Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009, dengan koefisien regresi - 1,152 dan $p\text{-value} 0,043 < sig. 5\%$.

Koefisien determinasi ($Adj.R^2$) Model 1 pada tabel 2 sebesar 0,568 yang berarti variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional mampu menjelaskan atau memprediksikan struktur modal sebesar 56,8% sedangkan variabel diluar model mampu menjelaskan struktur modal Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009 Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009 sebesar 43,2%.

Koefisien determinasi ($Adj.R^2$) Model 2 pada Tabel 3 sebesar 0,215, berarti variabel struktur modal hanya mampu menjelaskan nilai perusahaan sebesar 21,5% sedangkan variabel lain di luar model mampu menjelaskan nilai perusahaan pertambangan Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009 sebesar 78,5%.

Tabel 2
Uji Hipotesis Model 1

Model 1 (Y = LnDEBT)					
Variabel	Prediksi	Koefisien	<i>p-value</i>	Sig.	Kesimpulan
PROFT	-	-1,189	0,037	5%	Signifikan
SIZE	+	0,038	0,296	10%	Tidak Signifikan
GROWTH	+	0,113	0,256	10%	Tidak Signifikan
BRISK	-	-1,351	0,057	10%	Signifikan
LnASSET	+	-0,112	0,256	10%	Tidak Signifikan
MOWN	-	-0,882	0,000	5%	Signifikan
INST	-	-7,095	0,000	5%	Signifikan
$R^2 = 0,608$		$Adj. R^2 = 0,568$			

Sumber : Data diolah, 2014

Tabel 3
Uji Hipotesis Model 2

Model 2 (Y = LnVALUE)					
Variabel	Prediksi	Koefisien	<i>p-value</i>	Sig.	Kesimpulan
LnDEBT	-	-1,152	0,043	5%	Signifikan
$R^2 = 0,241$		$Adj. R^2 = 0,215$			

Sumber : Data diolah, 2014

Pembahasan

Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal Perusahaan Pertambangan Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009

Variabel profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Arah negatif mengindikasikan peningkatan laba perusahaan akan membuat penggunaan utang menurun atau penurunan laba perusahaan akan menyebabkan penggunaan utang meningkat. Kondisi ini sesuai dengan teori *pecking order theory* yang menyatakan perusahaan memiliki pilihan dalam memenuhi kebutuhan pendanaannya yaitu menggunakan dana internal atau dana eksternal yang memiliki risiko lebih rendah (utang).

Apabila profitabilitas (laba) pada perusahaan pertambangan mengalami peningkatan, tentunya pada saat yang bersamaan akan diikuti dengan penurunan jumlah hutang. Artinya perusahaan akan cenderung menggunakan sumber pendanaan internal untuk mendanai investasi yang akan mereka lakukan. Apalagi pembangunan *smelter* merupakan proyek jangka panjang dan modal yang diinvestasikan juga tidak sedikit, sehingga perusahaan pertambangan akan lebih cocok/aman dengan menggunakan laba yang seharusnya dibagikan kepada para pemegang saham (mendorong *reinvestment* dan membagikan dividen dalam bentuk stock dividend) termasuk laba ditahan. Kondisi ini tentunya memiliki beberapa alasan, yaitu: (1) risiko rendah, (2) biaya murah, dan (3) jangka waktu lebih panjang.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Sari *et al.* (2013), Sujoko dan Soebiantoro (2007), Widjaja dan Kasenda (2008), Amirya dan Atmini (2008), serta Suteja dan Manihuruk (2008) yang menyatakan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Namun hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Kartini dan Arianto (2008), Suropto (2008), Ruslim (2009), serta Elim dan Yusfarita (2010) yang menyimpulkan profitabilitas tidak memengaruhi penggunaan utang.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal Perusahaan Pertambangan Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009

Ukuran perusahaan tidak mempengaruhi struktur modal. *Trade off theory* menyatakan perusahaan besar berpeluang lebih mudah memperoleh pinjaman karena memiliki akses yang lebih luas ke pasar modal. Perusahaan besar juga memiliki banyak proyek sehingga memiliki kecenderungan mendanai investasinya menggunakan utang. Ukuran perusahaan bergerak searah dengan struktur modal. Namun hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perubahan ukuran perusahaan tidak memengaruhi perubahan struktur modal. Artinya, kenaikan ukuran perusahaan tidak memengaruhi kenaikan struktur modal.

Kusus perusahaan pertambangan memang berbeda dengan industri lainnya, selain modal investasi yang dibutuhkan besar, juga asset tetap yang dimiliki sebagian berasal dari leasing (*operating lease*). Dengan demikian, walaupun perusahaan pertambangan tersebut ukurannya besar tetapi apabila sebagian besar asset berasal dari leasing, bukan berarti perusahaan tersebut lebih mudah untuk mengakses sumber pendanaan eksternal (hutang), tetapi justru sebaliknya. Hal ini dikarenakan pihak kreditur memiliki risiko yang besar apabila terjadi ketidakmampuan perusahaan pertambangan untuk memenuhi kewajiban-kewajibannya, baik pokok maupun bunganya. Selain itu pembangunan *smelter* dilihat dari aspek ekonomis (perusahaan pertambangan) juga dianggap tidak terlalu efisien dan secara langsung juga tidak berdampak terhadap peningkatan kinerja perusahaan (aspek keuangan). Dengan kata lain walaupun adanya peningkatan ukuran perusahaan (penambahan asset/pembangunan *smelter*) tidak berdampak pada peningkatan kemampuan perusahaan pertambangan untuk mengakses sumber pembiayaan dari kreditur.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Suropto (2008), Utami (2009), Yenziatie dan Destriana (2010),

serta Liem *et al.* (2013) yang menyatakan ukuran perusahaan tidak memengaruhi struktur modal. Namun hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007), Widjaja dan Kasenda (2008), Kartini dan Arianto (2008), serta Mas'ud (2008) yang menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Struktur Modal Perusahaan Pertambangan Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009

Pertumbuhan perusahaan tidak mempengaruhi struktur modal. Teori *trade off* menyatakan perusahaan dengan pertumbuhan tinggi memiliki lebih banyak pilihan berinvestasi daripada perusahaan dengan pertumbuhan rendah sehingga kecenderungan perusahaan menggunakan utang untuk membiayai aktivitas operasionalnya juga semakin tinggi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perubahan pertumbuhan perusahaan tidak mempengaruhi perubahan struktur modal. Artinya, penurunan pertumbuhan perusahaan tidak memengaruhi naiknya struktur modal.

Pertumbuhan penjualan bukan selalu diartikan pertumbuhan atas arus kas masuk (*cash inflow*), sebab kemungkinan pertumbuhan penjualan hanya diikuti dengan pertumbuhan piutang perusahaan. Penjualan untuk perusahaan pertambangan pada umumnya dilakukan secara non tunai dengan berjangka waktu yang relatif lama. Dengan demikian pertumbuhan perusahaan pertambangan yang tinggi tidak berarti akan berimplikasi pada penambahan penggunaan hutang, sebab akses pada lembaga keuangan juga tidak mudah karena terkendala besarnya peluang piutang yang tidak tertagih.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Hassan (2006), Nanok (2008), Utami (2009), Yenziatie dan Destriana (2010), serta Sari *et al.* (2013), yang menyatakan pertumbuhan perusahaan tidak memengaruhi struktur modal. Namun penelitian ini tidak mendukung penelitian

Rodoni dan Shalihah (2006), Sujoko dan Soebiantoro (2007), serta Kartini dan Arianto (2008) yang menyatakan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal Perusahaan Pertambangan Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan variabel risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Arah negatif mengindikasikan semakin tinggi risiko bisnis perusahaan pertambangan maka penggunaan utang akan menurun atau semakin rendah risiko bisnis maka penggunaan utang akan meningkat. *Trade off theory* menyatakan semakin tinggi penggunaan utang maka semakin tinggi beban atau risiko yang ditanggung perusahaan seperti *agencycost*, biaya kebangkrutan, dan keengganan kreditur untuk memberi pinjaman dalam jumlah besar. Sebagai implikasinya, perusahaan dengan risiko bisnis besar menggunakan utang lebih rendah, karena penggunaan utang yang besar akan mempersulit perusahaan mengembalikan kewajiban mereka.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Bradley *et al.* (1984), Kester (1986), Wald (1990), Pandey (2001), Booth *et al.* (2001), Chen (2004), dan Lim (2012) yang menyimpulkan risiko bisnis menurunkan penggunaan utang suatu perusahaan. Namun penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Homaifar *et al.* (1994), Krishnan dan Moyers (1997), Michaelas *et al.* (1999), dan Deesomsak *et al.* (2004) yang menyatakan risiko bisnis tidak mempengaruhi keputusan struktur modal.

Pengaruh Struktur Aset terhadap Struktur Modal Perusahaan Pertambangan Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009

Struktur aset tidak memengaruhi struktur modal. Teori *pecking order* menyatakan perusahaan akan memilih sumber pendanaan eksternal yang memiliki risiko rendah, yaitu utang. Dengan demikian,

keberadaan aset tetap dapat meningkatkan penggunaan utang perusahaan karena perusahaan memiliki jaminan yang dapat mengurangi *financial distress* dari penggunaan utang. Namun pada perusahaan pertambangan ternyata penambahan aktiva tetap tidak secara otomatis dapat meningkatkan atas penggunaan hutang, sebab penambahan aset tetap atas pembangunan smelter relatif sulit untuk dikonversi menjadi uang tunai yang akan dipakai untuk menutup kewajiban-kewajibannya apabila perusahaan pertambangan mengalami kesulitan pendanaan. Dengan demikian jaminan aktiva tetap tersebut tidak memiliki nilai ekonomis yang tinggi bagi pihak kreditor. Selain itu keberadaan aktiva tetap berupa smelter tersebut bersifat khusus sehingga sulit untuk mencari pembeli atas aktiva tetap tersebut.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Murdayanti (2007), Suripto (2008), Savitri *et al.* (2012), dan Sari *et al.* (2013) yang menyatakan struktur aset tidak memengaruhi struktur modal. Namun penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Mayangsari (2001), Rodoni dan Shalihah (2006), Rojikin (2008), serta Mas'ud (2008) yang menyatakan struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Struktur Modal Perusahaan Pertambangan Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009

Hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Kondisi ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan jika manajemen memiliki kepemilikan saham yang tinggi maka pihak manajemen akan mengurangi tingkat utang sehingga akan mengurangi biaya keagenan utang. Manajemen sekaligus pemegang saham akan semakin berhati-hati dalam menggunakan utang dan menghindari perilaku menyimpang karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya. Dengan kata lain apabila manajemen perusahaan per-

tambangan memiliki jumlah saham yang tinggi, maka secara otomatis penggunaan sumber pembiayaan eksternal (hutang) semakin turun. Kondisi ini menyiratkan bahwa pihak manajemen perusahaan pertambangan lebih merasa aman untuk membiayai penambahan aktiva tetap melalui penambahan kepemilikan saham manajerial dibandingkan berasal dari penambahan hutang. Hal ini disebabkan penambahan hutang akan meningkatkan resiko atas ketidakmampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban-kewajibannya. Dengan demikian apabila perusahaan tersebut ternyata tidak dapat memenuhi kewajiban-kewajibannya dan pada akhirnya aset yang dimiliki harus dilikuidasi maka pihak yang paling dirugikan adalah pihak pemegang saham.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Moh'd *et al.* (1998), Jensen *et al.* (1992), Bathala *et al.* (1994) serta Wahidahwati (2002) yang menyatakan kepemilikan saham pihak manajemen menurunkan penggunaan utang. Namun penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007), serta Yenieatie dan Des triana (2010) yang menyatakan kepemilikan manajerial tidak memengaruhi keputusan struktur modal perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal Perusahaan Pertambangan Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009

Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Arah negatif mengindikasikan semakin besar saham yang dimiliki oleh pihak institusi maka penggunaan utang oleh perusahaan akan menurun. Kondisi ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Moh'd *et al.* (1998) yaitu tingkat kepemilikan yang tinggi oleh institusi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih ketat sehingga mengambil alih peranan utang sebagai alat kontrol manajemen.

Kepemilikan institusional atas saham perusahaan pertambangan merupakan persentase kepemilikan saham pihak

eksternal (non manajemen) atas saham perusahaan seperti pihak bank, asuransi, atau institusi lain. Pihak eksternal melihat bahwa penambahan hutang itu resiko, sehingga mereka akan membeli saham perusahaan yang memiliki hutang yang sedikit. Apalagi hutang yang dimiliki perusahaan sudah melampaui batas resiko yang ditoleler bagi investor.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Moh'd *et al.* (1998), Wahidahwati (2002), serta Sujoko dan Soebiantoro (2011) yang menyimpulkan kepemilikan institusional menurunkan penggunaan utang perusahaan.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan Pertambangan Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009

Struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan pertambangan Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009. Artinya, meningkat atau menurunnya penggunaan utang, hal itu akan menjadi penentu meningkat atau menurunnya nilai perusahaan dengan arah yang berlawanan. Menindaklanjuti amanat UU No.4 Tahun 2009, pemerintah menetapkan Peraturan Pemerintah No.1 Tahun 2014 tentang larangan bagi perusahaan tambang di Indonesia untuk mengekspor bahan tambang mentah mulai Januari 2014.

Adanya proses pengolahan dan pemurnian bijih mineral di dalam negeri akan memberikan nilai tambah yang lebih untuk setiap jenis mineral. Dengan diwajibkannya pembangunan *smelter* tersebut tentunya dibutuhkan modal yang tidak sedikit, sumber pembiayaan tersebut salah satunya melalui penambahan hutang. Kondisi ini dibuktikan hutang industri pertambangan dari tahun ke tahun mengalami peningkatan dan peningkatannya lebih besar dibandingkan penggalan sumber dana yang berasal dari modal sendiri. Dengan demikian pembangunan *smelter* yang salah satu sumber pendanaan melalui penambahan hutang tampaknya berpengaruh negatif signifikan

terhadap nilai perusahaan. Walaupun penambahan hutang tersebut telah dilakukan secara bertahap dan terencana selama 6 (enam) tahun, mulai 2009 sampai dengan 2014 dan sudah menjadi bagian dari ekspansi/pengembangan perusahaan, namun penambahan hutang tetap direspon negatif oleh pasar. Dengan kata lain fenomena tersebut memberikan informasi bahwa para pelaku pasar cukup memperlakukan dengan penambahan atau pengurangan hutang, walaupun pada akhirnya penambahan hutang itu kemungkinan mampu meleverage nilai perusahaan pertambangan. Dengan demikian penambahan hutang tidak selalu dianggap peningkatan risiko tetapi lebih condong pada *return/value* dari penambahan hutang tersebut. Selain itu kemungkinan manfaat perlindungan pajak atas penambahan hutang masih dianggap cukup dan penambahan hutang belum di level struktur modal optimal, khusus pada industri pertambangan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Chandra (2007), Mas'ud (2008), dan Hermuningsih (2013) yang menyatakan struktur modal dapat meningkatkan nilai perusahaan, namun tidak mendukung penelitian Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) yang menyatakan struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan, serta Savitri *et al.* (2012).

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan diperoleh simpulan, meliputi: (1) variabel profitabilitas, risiko bisnis, kepemilikan manajerial, serta kepemilikan institusional, masing-masing berpengaruh negative signifikan terhadap struktur modal, (2) ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan struktur aset, masing-masing tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, (3) struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan pertambangan Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009.

Saran

Berdasarkan simpulan dan keterbatasan, maka peneliti memberikan beberapa saran: pertama, bagi peneliti selanjutnya variabel ukuran perusahaan bisa dijadikan variabel dummy, karena perusahaan pertambangan ada yang ukurannya besar, tetapi juga ada beberapa yang ukurannya kecil.

Kedua, pihak manajemen pertambangan harus memperhatikan struktur modal optimal, sebab struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Terakhir, bagi pemerintah (regulator) dengan diwajibkan perusahaan pertambangan untuk membangun *smelter* sedangkan dana investasi yang dibutuhkan cukup besar, sebaiknya pemerintah memberikan pinjaman lunak dan berjangka panjang.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan-keterbatasan antara lain hanya menggunakan tujuh variabel independen dalam hubungannya dengan struktur modal dan nilai perusahaan, selain itu juga seharusnya dianalisis secara terpisah antara perusahaan pertambangan yang memiliki ukuran besar dan kecil dan selanjutnya dibandingkan. Hanya menggunakan satu proksi untuk setiap pengukuran variabel, kemungkinan dengan proksi lain, variabel ukuran perusahaan, pertumbuhan dan struktur asset akan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan pertambangan Pasca UU Nomor 4 Tahun 2009

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A., dan C. R., Knouber. 1996. Firm Performance And Mechanism To Control Agency Problems Between Managers And Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31(3): 377-397.
- Anshori, M. dan H. N., Denica. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan yang Tergabung dalam Jakarta Islamic Index Studi Pada Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Analisis Manajemen* 4(2): 153-175.
- Bathala, C. T., K. P. Moon, dan R. P. Rao. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact Of Institutional Holding: An Agency Perspektif. *Journal of Financial Management* 23(3): 38-50.
- Bradley, M., G. A. Jarrell, dan E. Han Kim. 1984. On The Existence of An Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance* 3 (3): 857-880.
- Brigham, E. F., dan J. F., Houston. 2007. *Fundamentals of Financial Management*. 10nd ed. Thomson South Western. USA.
- Booth, L., V. Aivazian, A. D. Kunt, dan V., Maksimovic. 2001. Capital Structure in Developing Countries. *The Journal of Finance* 56(1): 87-130.
- Chandra, T. 2007. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan. *Artavidya* 8(2): 201-208.
- Chen, J. J. 2004. Determinants of Capital Structure of Chinese-Listed Companies. *Journal of Business Research* 57(3): 1341-1351.
- Deesomsak, R., K. Paudyal, dan G. Pescetto. 2004. The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management* 4(4-5): 387-405
- De Jong, A., R. Kabir, dan T. T. Nguyen. 2008. Capital Structure Around The World: The Roles of Firm and Country-Specific Determinants. *Journal of Banking and Finance* 32(2): 1954-1969.
- Elim, M. A., dan Yusfarita. 2010. Pengaruh Struktur Aktiva, Tingkat Pertumbuhan Penjualan, ROA Terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di BEJ. *EFEKTIF Jurnal Bisnis Dan Ekonom* 1(1): 88-103.
- Eriotis, N. 2007. How Firm Characteristic Affect Capital Structure: An Empirical Study. *Managerial Finance* 33(5): 321-331.
- Fauzi, F. 2013. The Determinants Of Capital Structure: An Empirical Study of New Zealand Listed Firms. *Asian Journal of Finance and Accounting* 5(2): 1-21.

- Ferry, M. G., dan Jones, W. H. 1979. Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach. *The Journal of Finance* 34(3): 631-644.
- Frank, M. Z, dan G. Vidhan K. 2003. Testing The Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economic* 67(6): 217-248.
- Gitman, L. J., dan C. J. Zutter. 2012. *Principles of Managerial Finance 13th ed.* Prentice Hall. USA.
- Ghozali, I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19.* Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Gujarati, D. 2004. *Basic Econometrics.* 3rd ed. Mc-GrawHill. New York.
- Hadiyanto, B. dan C. Tayana. 2010. Pengaruh Risiko Sistemik, Struktur Aktiva, Profitabilitas, dan Jenis Perusahaan Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Pertambangan: Pengujian Hipotesis Static-Trade Off. *Jurnal Akuntansi* 2(1): 15-39.
- Hassan, M. A. 2006. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal (Studi Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEJ). *Jurnal Tepak Manajerial* 6(6): 1-20.
- Harris, M., dan A. Raviv. 1991. The Theory Of Capital Structure. *The Journal of Finance* 46(1): 297-335.
- Hermuningsih, S. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik Di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, Oktober 2013.* 128-148.
- Hossain, F., dan A. Ali. 2012. Impact of Firm Specific Factors On Capital Structure Decision: An Empirical Study Of Bangladeshi Companies. *International Journal of Business Research and Management* 3(4): 163-182.
- Huang, S. G. H. dan F. M. Song. 2006. The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review* 17(3): 14-35.
- Iwan. 2015. Belum Bangun Pabrik Smelter Perusahaan Tambang Dilarang Ekspor. <http://www.kemenperin.go.id/artikel/7247/Belum-Bangun-Pabrik-Smelter,Perusahaan-Tambang-Dilarang-Ekspor>. Diakses Tanggal 15 Januari 2015.
- Jensen, M. C., dan W. H. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Jensen, R. G., P. D., Solberg, dan T. S. Zorn. 1992. Simultaneous Determination Of Insider Ownership, Debt, And Dividend Policies. *Journal of Financial And Quantitative Analysis* 27(2): 247-263.
- Kartini dan T. Arianto. 2008. Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, Pertumbuhan Aktiva Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Keuangan dan Perbankan* 12(1): 11-21
- Kesuma, A. 2009. Analisis Faktor Yang Memengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan* 11(1): 38-45.
- Kester, C. W. 1986. Capital and Ownership Structure: A Comparison Of United States And Japanese Manufacturing Corporations. *Journal of Financial Management* 15(2): 5-16.
- Krishnan, V. S., dan R. C. Moyers. 1997. Performance, Capital Structure and Home Country: An Analysis Of Asian Corporations. *Global Finance Journal* 8(1): 129-143.
- Liem, J. H., W. R. Murhadi. dan B. S. Sutedjo. 2013. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Industri Consumer Goods Yang Terdaftar di BEI 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya* 2(1): 1-11.
- Lim, T. C. 2012. Determinants Of Capital Structure Empirical Evidents From Financial Services Listed Firms In

- China. *International Journal of Economics and Finance* 4(3): 191-203.
- Mahadwarta, P. A., dan J. Hartono. 2002. Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Utang Dengan Kebijakan Deviden. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang*: 1-29.
- Mas'ud, M. 2008. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Bisnis* 7(2): 82-99
- Mayangsari, S. 2001. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian Pecking Order Hipotesis. *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi* 1(13): 1-26.
- Memon, P. A, B. M. Rohani, dan Z. B. Ghazali. 2015. Firm and Macroeconomic Determinants of Debt: Pakistan Evidence. *Procedia-Social and Behavioral Science* 172(3): 200-207.
- Michaelas, N., F. Chittenden dan P. Poutziouris. 1999. *Financial Policy and Capital Structure Choice in UK SME's: Empirical Evidence from Company Panel Data. Small Business Economics* 12(2): 113-130.
- Moh'd, M. A., G. P. Larry. dan J. N. Rimbey. 1998. The Impact Of Ownership Structure On Corporate Debt Policy : A Time Series Cross Sectional Analysis. *TheFinancial Review* 33(3): 85-99.
- Modigliani, F. dan M. H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *American Economic Review* 48(3): 261-297.
- Murdayanti, Y. 2007. Pengujian Pecking Order Theory Menggunakan Regresi Data Panel Pada Industri Makanan dan Minuman. *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi* 7(1): 39-56.
- Myers, S. C., dan N. Majluf. 1984. Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13(3): 187-221.
- Nanok, Y. 2008. Capital Structure Determinan Di Indonesia. *Akuntabilitas* 7(2): 122-127.
- Pandey, I.M. 2001. Capital Structure and The Firm Characteristics: Evidence From An Emerging Market. *Indian Institute of Management Ahmedabad Working Paper* 10(4): 1-17.
- Rojikin, K. 2008. Determinan Determinan Struktur Modal. *KOMPAK* 1(2): 13-21.
- Rodoni, A. dan M. Shalihah. 2006. Pengujian Empiris Balance Theory, Pecking Order Theory dan Signalling Theory Pada Struktur Modal Perusahaan Indonesia. *Etikonomi* 5(1): 17-30.
- Ross, S. A. 1977. The Determination Of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. *TheBell Journal of Economics* 8(1): 23-40.
- Ross, S. A., W. Randolph, dan J. Jaffe. 2010. *Corporate Finance*. McGraw Hill. New York.
- Ruslim, H. 2009. Pengujian Struktur Modal (Teori Packing Order): Analisis Empiris Terhadap Saham di LQ 45. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 11(3): 209-221.
- Saleem, F., B. Rafique, Q. Mehmood, M. Irfan, R. Saleem, dan G. Akram. 2013. The Determination of Capital Structure of Oil And Gas Firms Listed On Karachi Stock Exchange Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business* 4(9): 225-235.
- Sari, D. H., A. Dzajuli, dan S. Aisjah. 2013. Determinan Struktur Modal Dan Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Aplikasi Manajemen* 11(1): 77-84.
- Savitri, E., U. Salim, Armanu dan Djumahir. 2012. Variabel Antaseden Dari Struktur Modal: Dampaknya Pada Nilai Perusahaan. *Jurnal Aplikasi Manajemen* 10(1): 85-96
- Sujoko dan Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern

- Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* 9(1): 41-48
- Suripto. 2008. Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Struktur Modal: Pengujian Pecking Order Theory (Studi Empiris Pada Perusahaan SWA 100 Creator). *Jurnal Ilmiah* 2(3): 154-165.
- Suteja, J. dan Manihuruk, Wiston. 2009. Pengaruh Struktur Modal, Kepemilikan, dan Faktor Eksternal pada Penentuan Nilai Perusahaan. *Trikonomika* 8(2): 78-89.
- Thippayana, P. 2014. Determinants of Capital Structure In Thailand. *Precedia-Social And Behavioral Sciences* 43(2): 1074-1077.
- Titman, S. dan R. Wessels. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance* 43(1): 1-19.
- Utami, E. S. 2009. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur. *FENOMENA* 7 1): 39-47.
- Utomo, P. dan Djumahir. 2011. Pengaruh Variabel Fundamental terhadap Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Tekstil Go Public di Indonesia). *Jurnal Aplikasi Manajemen* 11(3): 374-383.
- Van Horne, J. C. 2002. *Financial Management Policy*. Prentice Hall International. New Jersey.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Teori Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 5(2): 1-16.
- Wald, J. K. 1990. How Firm Characteristics Affect Capital Structure An International Company. *The Journal of Financial Research* 21(2): 161-187.
- Widjaja, I. dan Kasenda, Faris 2008. Pengaruh Kepemilikan Institutional, Aktiva Berwujud, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Dalam Industri Barang Di BEI. *Jurnal Manajemen* 12(2): 139-150.
- Wijaya, L. R. P. dan B. A., Wibawa. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi VIII Purwokerto*: 1-21.
- Yeniatie dan N. Destriana. 2010. Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 2(1): 1-16.
- Yuliani., H., M. A. R. Umrie, dan M. D. Yuliansyah. 2014. Determinan Struktur Modal dan Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan pada Pasar Yang Sedang Berkembang (Studi pada Sektor Real Estate and Property). *Manajemen Usahawan Indonesia* 43(1): 1-22.