



**DETERMINAN STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN
PERTAMBANGAN DI BURSA EFEK INDONESIA**

***THE DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE AND FIRM VALUE
OF MINING FIRMS LISTED ON INDONESIA STOCK EXCHANGE***

TESIS

Oleh :

APRILYA FITRIANI

NIM. 130820101057

PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN

PROGRAM PASCA SARJANA

UNIVERSITAS JEMBER

2015



**DETERMINAN STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN
PERTAMBANGAN DI BURSA EFEK INDONESIA**

***THE DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE AND FIRM VALUE OF
MINING FIRMS LISTED ON INDONESIA STOCK EXCHANGE***

TESIS

diajukan guna melengkapi tugas akhir dan memenuhi salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Studi Ilmu Manajemen (S2)
dan mencapai gelar Magister Manajemen

Oleh :

APRILYA FITRIANI

NIM. 130820101057

PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN

PROGRAM PASCA SARJANA

UNIVERSITAS JEMBER

2015

PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan dibawah ini :

Nama : Aprilya Fitriani

NIM : 130820101057

menyatakan dengan sesungguhnya bahwa Tesis yang berjudul “Determinan Struktur Modal Dan Nilai Perusahaan Pertambangan Di Bursa Efek Indonesia” adalah benar-benar hasil karya saya sendiri, kecuali kutipan yang sudah saya sebutkan sumbernya, belum pernah diajukan pada institusi manapun, dan bukan karya jiplakan. Saya bertanggung jawab atas keabsahan dan kebenaran isinya sesuai dengan sikap ilmiah yang harus dijunjung tinggi.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya tanpa ada tekanan dan paksaan dari pihak manapun serta bersedia mendapat sanksi akademik jika ternyata di kemudian hari pernyataan ini tidak benar.

Jember, 3 Juli 2015

Yang menyatakan,

Aprilya Fitriani

NIM. 130820101057

PERSETUJUAN

**DETERMINAN STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN PERTAMBANGAN
DI BURSA EFEK INDONESIA**

*THE DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE AND FIRM VALUE
OF MINING FIRMS LISTED ON INDONESIA STOCK EXCHANGE*

Yang dipersiapkan dan disusun oleh :

Nama : Aprilya Fitriani
NIM : 130820101057
Program Studi : Magister Manajemen
Konsentrasi : Manajemen Keuangan
Disetujui tanggal : 24 Juni 2015

Dosen Pembimbing

Dosen Pembimbing Utama

Dosen Pembimbing Anggota

Prof. Dr. Isti Fadah, M.Si

Dr. Sumani, M.Si

NIP. 196610201990022001

NIP. 196901142005011002

Mengetahui,
Ketua Program Studi Magister Manajemen

Prof. Dr. R. Andi Sularso, M.S.M.

NIP. 196004131986031002

PENGESAHAN

**DETERMINAN STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN PERTAMBANGAN
DI BURSA EFEK INDONESIA**

***THE DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE AND FIRM VALUE
OF MINING FIRMS LISTED ON INDONESIA STOCK EXCHANGE***

Yang dipersiapkan dan disusun oleh :

Nama : Aprilya Fitriani
NIM : 130820101057
Program Studi : Magister Manajemen
Konsentrasi : Manajemen Keuangan

telah dipertahankan di depan tim penguji pada tanggal :

26 Juni 2015

dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima sebagai kelengkapan memperoleh gelar Magister Manajemen pada program studi S-2 Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Jember.

Susunan Tim Penguji

Ketua

Prof. Tatang Ary Gumanti, M.Buss, Acc, Ph.D
NIP. 196611251991031002

Anggota I

Dr. Nurhayati, M.M.
NIP. 196106071987022001

Anggota II

Dr. Novi Puspitasari, S.E., M.M.
NIP. 198012062005012001

Mengetahui/Menyetujui,
Ketua Program Studi Magister Manajemen

Prof. Dr. R. Andi Sularso, M.S.M.
NIP. 196004131986031002

Mengesahkan,
Dekan Fakultas Ekonomi

Dr. Moehammad Fathorrazi, M.Si.
NIP. 196306141990021001

FOTO
4 X 6

PERSEMBAHAN

Tesis ini saya persembahkan untuk :

1. Ayahku tercinta, Bapak Drs. Ngatimin
2. Ibuku tercinta, Ibu Dra. Emi Marsiati
3. Adikku tersayang, May Linda Nur Azizah
4. Nenekku tersayang, (almh) Ibu Kasiati

terima kasih atas doa, dukungan, kesabaran, perhatian, dan kasih sayang selama proses penyelesaian Tesis ini. Keluarga selalu menjadi tempat curahan hati, dalam melalui tantangan dan kesulitan selama proses penyelesaian Tesis ini. Berkat dukungan seluruh anggota keluarga, saya mampu menyelesaikan Tugas Akhir ini. Semoga ilmu dan pengalaman yang saya peroleh bermanfaat bagi saya sendiri, khususnya bagi orang lain, dan semoga menjadikan saya lebih bertanggung jawab dan bersikap bijaksana di masa depan.

PRAKATA

Puji syukur kepada Allah SWT yang telah menganugerahi kemudahan dan kelancaran kepada penulis, sehingga penulis dapat menyelesaikan Tesis yang berjudul “Determinan Struktur Modal Dan Nilai Perusahaan Pertambangan Di Bursa Efek Indonesia”. Tesis ini disusun untuk memenuhi salah satu syarat menyelesaikan pendidikan Magister Manajemen (S2) di Universitas Jember.

Selama proses penyelesaian Tesis ini, penulis mendapatkan bantuan dari banyak pihak. Oleh karena itu penulis ingin menyampaikan terimakasih kepada:

1. Prof.Dr.Isti Fadah,M.Si dan Dr.Sumani,M.Si selaku dosen pembimbing yang telah bersedia meluangkan waktu untuk membimbing, memberikan motivasi, arahan, dan saran selama proses penyusunan tesis ini.
2. Prof. Tatang Ary Gumanti, M.Buss,Acc,Ph.D, Dr.Nurhayati,M.M., serta Dr.Novi Puspitasari,S.E.,M.M. selaku dosen penguji yang telah bersedia hadir, memberikan saran dan arahan untuk membantu penulis memperbaiki Tesis ini.
3. Bapak dan Ibu dosen pengajar pasca sarjana yang telah memberikan motivasi, membagi ilmu dan pengetahuannya kepada penulis selama proses perkuliahan.
4. Keluargaku tercinta, ibunda, ayah, adikku, dan nenek (almh) atas perhatian, doa, kasih sayang, kesabaran dan dukungan yang tiada hentinya.
5. Teman-temanku kelas E dan kelas keuangan angkatan 2013 di Pasca sarjana Fakultas Ekonomi, Universitas Jember. Terima kasih atas kerja sama dan dukungannya selama ini.
6. Teman-teman seperjuangan yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan Tesis ini.

7. Banyak pihak yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan Tesis ini yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu, namun keterbatasan itu tidak mengurangi rasa hormat penulis dalam mengucapkan terima kasih.

Penulis sudah berupaya optimal dalam menyelesaikan Tesis ini, apabila masih terdapat kesalahan, penulis juga menerima kritik dan saran dari semua pihak demi kesempurnaan Tesis ini. Akhirnya penulis berharap semoga Tesis ini dapat bermanfaat.

Jember, 3 Juli 2015

Penulis

RINGKASAN

Determinan Struktur Modal Dan Nilai Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia

Manajemen keuangan memiliki peran penting bagi perusahaan terutama perusahaan publik. Tujuan utama manajemen yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, yang tercermin pada pemaksimalan harga sahamnya. Semakin tinggi harga saham perusahaan, menggambarkan semakin sejahtera pemiliknya. Kesejahteraan pemegang saham dipengaruhi oleh keputusan keuangan yang dilakukan oleh pihak manajemen. Salah satu keputusan penting yang dihadapi manajer keuangan yaitu keputusan pendanaan atau penentuan struktur modal. Besar kecilnya dana yang dibutuhkan setiap perusahaan tidak sama disesuaikan dengan kondisi perusahaan.

Penelitian ini dilakukan di sektor pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014. Terkait dengan keputusan pendanaan khususnya pada sektor pertambangan, pemerintah telah menerapkan Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2009 tentang Pertambangan Mineral dan Batubara, agar perusahaan tambang di Indonesia membangun pabrik pengolahan dan pemurnian hasil tambang (*smelter*) di dalam negeri. Perusahaan membutuhkan modal yang dapat bersumber dari dana internal atau eksternal. Pemberlakuan UU No. 4 Tahun 2009 memunculkan fenomena penurunan kinerja saham sektor pertambangan selama tahun 2014 hingga 2015.

Variabel penelitian yang akan diteliti yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, struktur modal, dan nilai perusahaan. Tujuan penelitian yang ingin dicapai yaitu menganalisis pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap struktur modal dan nilai perusahaan. Populasi penelitian ini 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 2008 sampai 2014. Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi berganda sesuai dengan tujuan penelitian yang ingin dicapai.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel profitabilitas, risiko bisnis, kepemilikan manajerial, serta kepemilikan institusional, masing-masing memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Selain itu kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

SUMMARY

The Determinants of Capital Structure and Firm Value of Mining Firms Listed on Indonesia Stock Exchange

Financial management has an important role for companies, especially public companies. Efficient financial management requires the existence of some objective or goal, because judgment as to whether or not a financial decision is efficient must be made in light of some standard. The main objective of management to maximize shareholders wealth, which is reflected in its share price maximization. Shareholder wealth is represented by the market price per share of the firm's common stock, which, in turn, is a reflection of the firm's investment, financing, and asset management decisions. The higher the stock price of the company, describe the more prosperous owner. Welfare shareholders affected by the financial decisions made by the management. One of the most important decisions faced by financial managers that funding decision or determination of the capital structure. The size of the required funds are not the same every company adapted to the conditions of the company.

This research was conducted in the mining sector listed on Indonesia Stock Exchange period 2008 to 2014. Related to financing decisions, especially in the mining sector, the government has implemented the Act No.4 of 2009 on Mineral and Coal Mining, a mining company in Indonesia in order to build a processing plant and the purification of mining products (smelter) in the country. The company needed capital that can be sourced from internal or external funds. Law enforcement No.4 of 2009 gave rise to the phenomenon of a decline in the mining sector stock performance during the year 2014 to 2015.

Variable research that will be examined are profitability, company size, growth, business risk, asset structure, managerial ownership, institutional ownership, capital structure, and the value of the company. The research objective to be achieved is to analyze the effect of profitability, company size,

growth, business risk, managerial ownership and institutional ownership to capital structure and corporate value. This study population is a mining company listed on the Indonesia Stock Exchange, with a population of 36 member companies. The sampling method using purposive sampling techniques and acquired 11 companies in the study period 2008 to 2014. This study uses regression analysis techniques according to the research objectives to be achieved.

The results showed that the variables of profitability, business risk, managerial ownership and institutional ownership, each of which has a negative effect on the capital structure. Furthermore managerial ownership has positive influence on the value of the company

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL	i
HALAMAN JUDUL	ii
HALAMAN PERNYATAAN	iii
HALAMAN PERSETUJUAN	iv
HALAMAN PENGESAHAN	v
HALAMAN PERSEMBAHAN	vi
PRAKATA	vii
RINGKASAN	ix
SUMMARY	xi
DAFTAR ISI	xiii
DAFTAR TABEL	xvi
DAFTAR GAMBAR	xvii
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah.....	7
1.3 Tujuan	9
1.4 Manfaat	10
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA	12
2.1 Landasan Teori.....	12
2.1.1 Nilai Perusahaan.....	12
2.1.2 Kajian Struktur Modal	13
2.1.3 Teori Struktur Modal.....	14
2.1.4 Faktor Yang Memengaruhi Struktur Modal.....	27
2.2 Penelitian Terdahulu	30
BAB 3 KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN	35
3.1 Kerangka Konseptual.....	35
3.2 Hipotesis Penelitian	37
3.2.1. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal	37

3.2.2.	Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal.....	38
3.2.3.	Pengaruh Pertumbuhan Terhadap Struktur Modal.....	39
3.2.4.	Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal.....	40
3.2.5.	Pengaruh Struktur Aset Terhadap Struktur Modal.....	41
3.2.6.	Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal	41
3.2.7.	Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal...	42
3.2.8.	Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan.....	43
3.2.9.	Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan	44
3.2.10.	Pengaruh Pertumbuhan Terhadap Nilai Perusahaan	45
3.2.11.	Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Nilai Perusahaan	45
3.2.12.	Pengaruh Struktur Aset Terhadap Nilai Perusahaan	46
3.2.13.	Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan ..	47
3.2.14.	Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan..	47
3.2.15.	Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan.....	49
BAB 4	METODE PENELITIAN.....	50
4.1.	Rancangan Penelitian.....	50
4.2.	Populasi dan Sampel Penelitian	50
4.3.	Definisi Operasional	51
4.4.	Batasan Penelitian.....	55
4.5.	Lokasi Dan Prosedur Pengambilan Data	55
4.6.	Analisis Data.....	56
4.6.1	Penentuan Nilai Variabel	56
4.6.2	Statistik Deskriptif	58
4.6.3	Uji Normalitas Data	58
4.6.4	Uji Asumsi Klasik.....	59
4.6.5	Analisis Regresi Berganda.....	61
4.7.	Pengujian Hipotesis	63
4.8.	Kerangka Pemecahan Masalah	67
BAB 5	ANALISIS HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	71
5.1	Gambaran Umum Perusahaan.....	71

5.2	Data Penelitian	72
5.3	Analisis Hasil Penelitian	73
5.3.1.	Statistik Deskriptif	73
5.3.2.	Uji Normalitas Data	76
5.3.3.	Uji Asumsi Klasik	78
5.3.4.	Analisis Jalur	83
5.3.5.	Uji Hipotesis	86
5.4.	Pembahasan	90
5.4.1.	Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal	90
5.4.2.	Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal	91
5.4.3.	Pengaruh Pertumbuhan Terhadap Struktur Modal	91
5.4.4.	Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal	92
5.4.5.	Pengaruh Struktur Aset Terhadap Struktur Modal	93
5.4.6.	Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal	94
5.4.7.	Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal	95
5.4.8.	Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan	95
5.4.9.	Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan	96
5.4.10.	Pengaruh Pertumbuhan Terhadap Nilai Perusahaan	97
5.4.11.	Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Nilai Perusahaan	98
5.4.12.	Pengaruh Struktur Aset Terhadap Nilai Perusahaan	99
5.4.13.	Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan	100
5.4.14.	Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan	100
5.4.15.	Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan	101
5.5	Keterbatasan Penelitian	102
BAB 6 KESIMPULAN DAN SARAN		103
6.1	Kesimpulan	103
6.2	Saran	126

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 Perbandingan Karakteristik Utang dan Ekuitas	13
Tabel 4.1 Proses Penentuan Sampel.....	51
Tabel 5.1 Statistik Deskriptif.....	74
Tabel 5.2 Uji Normalitas	77
Tabel 5.3 Uji Normalitas Setelah Transformasi Data	78
Tabel 5.4 Uji Multikolinearitas	79
Tabel 5.5 Nilai Batas Atas (dU) dan Batas Bawah (dL)	80
Tabel 5.6 Uji Autokorelasi	81
Tabel 5.7 Uji Heteroskedastisitas	82
Tabel 5.8 Uji Heteroskedastisitas Setelah Transformasi Data	83
Tabel 5.9 Koefisien Regresi Berganda.....	85
Tabel 5.10 Uji Hipotesis Model 1	86
Tabel 5.11 Uji Hipotesis Model 2	86

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1.1 Kinerja Saham Pertambangan 2014-2015	6
Gambar 2.1 Efek Utang Terhadap Nilai Saham.....	21
Gambar 3.1 Kerangka Konseptual	35
Gambar 4.1 Model Regresi Berganda	41
Gambar 4.2 Kerangka Pemecahan Masalah.....	68
Gambar 5.1 Perkembangan Emiten Pertambangan.....	71
Gambar 5.2 Analisis Regresi Berganda Model 1	84
Gambar 5.3 Analisis Regresi Berganda Model 2	84

BAB 1 PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Manajemen keuangan memiliki peran penting bagi perusahaan terutama perusahaan publik. Perusahaan dituntut memperoleh dana untuk mendanai aktivitas operasional, selain itu perusahaan juga harus mampu mengelola dana demi tercapainya tujuan perusahaan. Perusahaan yang bersifat *profit oriented* tentu saja memiliki tujuan utama yaitu meningkatkan profit perusahaan. Namun terdapat tujuan penting yang harus dicapai oleh manajemen perusahaan terutama oleh perusahaan publik. Weston dan Brigham (2005:30) mengungkapkan tujuan utama manajemen yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, yang tercermin pada pemaksimalan harga sahamnya. Pemaksimalan harga saham merupakan tujuan terpenting perusahaan dan itulah tujuan operasional yang semestinya menjadi landasan bagi pengambilan keputusan. Harga saham digunakan sebagai proksi nilai perusahaan karena harga saham merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon investor apabila ia ingin memiliki suatu bukti kepemilikan atas perusahaan. Semakin tinggi harga saham menggambarkan semakin sejahtera pemiliknya. Optimalisasi harga saham perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana keputusan keuangan yang diambil akan memengaruhi keputusan lainnya, dan berdampak pada nilai perusahaan. Bagi pemegang saham, profit yang tinggi saja tidak cukup, karena profit yang tinggi belum tentu kesejahteraan mereka juga tinggi.

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. Apabila kebutuhan modal perusahaan semakin meningkat, sedangkan dana yang dimiliki terbatas maka perusahaan tidak ada pilihan lain selain menggunakan dana yang berasal dari luar, baik dalam bentuk utang maupun mengeluarkan obligasi untuk memenuhi kebutuhan modalnya. Oleh karena itu, masalah struktur modal adalah masalah yang sangat penting bagi perusahaan, karena kebijakan pendanaan menentukan operasional perusahaan.

Jenis pendanaan yang dipilih akan memengaruhi pengambilan keputusan investasi perusahaan. Selain itu keputusan struktur modal secara langsung berpengaruh terhadap besarnya risiko yang harus ditanggung pemegang saham, serta besarnya tingkat pengembalian atau keuntungan yang diharapkan. Keputusan yang salah tentang struktur modal akan menyebabkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) atau bahkan menuju kebangkrutan. Sebaliknya, keputusan pendanaan yang tepat akan mampu meningkatkan efisiensi biaya modal dan nilai perusahaan. Oleh karena itu, memilih strategi pendanaan menjadi penting dalam membentuk struktur modal yang optimal.

Strategi pendanaan menjadi sangat penting dalam memilih apakah perusahaan menggunakan utang atau ekuitas (saham), karena masing-masing memiliki konsekuensi terhadap risiko dan tingkat pengembalian (*return*). Sumber dana berupa utang maupun saham memiliki karakteristik tersendiri, yaitu utang merupakan pinjaman sedangkan saham merupakan surat kepemilikan, sehingga baik utang maupun saham memiliki manfaat dan biaya (biaya modal). Utang memiliki manfaat yang berupa pengurangan pajak (*tax shield*), namun perusahaan juga menanggung biaya modal berupa bunga yang dibebankan oleh kreditur. 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. Konsekuensinya penerbitan saham dapat mengubah kepemilikan pemegang saham serta dividen bukan merupakan unsur pengurang pajak. Selain itu penerbitan saham juga dapat membuat pemegang saham melakukan kontrol yang ketat terhadap pihak manajemen. Hingga kini belum ada rumus matematik yang tepat untuk menentukan jumlah optimal dari utang dan ekuitas dalam menentukan struktur modal, (Seitz, 1984). Namun menurut 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 memaksimumkan harga saham.

Berbagai fenomena mengenai struktur modal dapat dilihat dari pilihan struktur modal perusahaan di berbagai negara. Beberapa peneliti mengemukakan struktur modal dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan. Berbagai penelitian empiris telah dilakukan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang memengaruhi penentuan struktur modal perusahaan. Namun hasil penelitian tersebut tidak dapat menentukan faktor-faktor yang secara tepat dapat memengaruhi struktur modal karena terjadi perbedaan hasil penelitian dari beberapa peneliti sebelumnya, salah satunya 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.

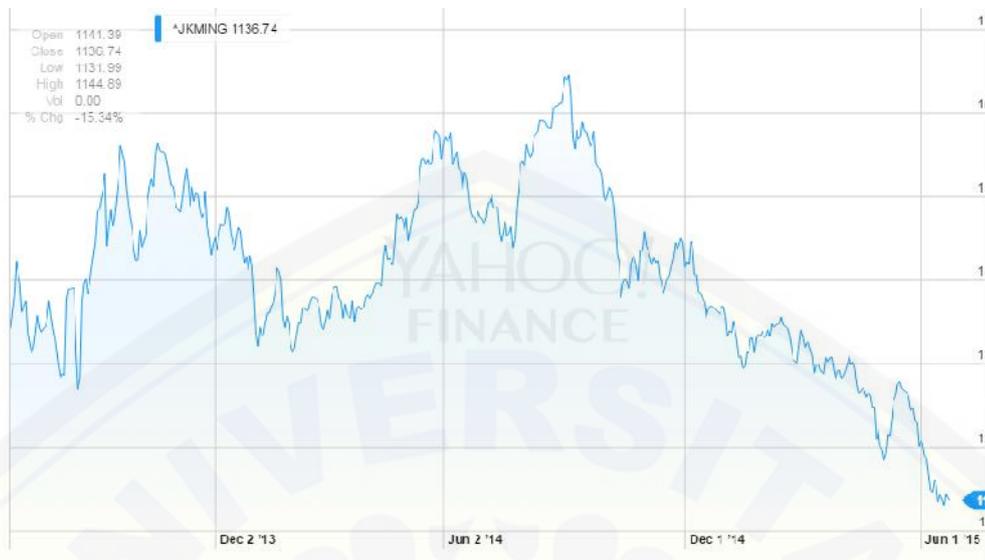
Penelitian mengenai struktur modal di negara berkembang dilakukan oleh Booth *et al.* (2001) yaitu di negara India, Pakistan, Thailand, Malaysia, Turki, Zimbabwe, Meksiko, Brazil, Yordania, dan Korea. Hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa struktur aset, risiko bisnis, profitabilitas, dan ukuran perusahaan 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).

Terkait dengan 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. 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. 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>).

Pemberlakuan UU No.4 Tahun 2009 memunculkan fenomena penurunan kinerja saham sektor pertambangan selama tahun 2014 hingga 2015 yang bisa dilihat pada gambar dibawah ini :



Gambar 1.1 Kinerja Saham Pertambangan 2014-2015

Sumber : *Yahoo Finance*

Berdasarkan Gambar 1.1, harga saham pertambangan mengalami penurunan selama tahun 2014 hingga 2015. Pada pertengahan Juni 2014 harga penutupan saham sebesar Rp1.639, namun pada pertengahan Juni 2015 harga saham pertambangan mengalami penurunan hingga mencapai Rp1.136. Selain itu selama tahun 2014, sektor pertambangan mencatatkan *price earning ratio* (PER) di atas PER Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). PER sektor pertambangan sebesar 1,5 kali sedangkan PER IHSG sebesar 15 kali, artinya harga saham-saham pertambangan valuasi harganya sangat murah. Penurunan ini salah satunya merupakan dampak dari kebijakan larangan ekspor yang diterapkan oleh pemerintah bila perusahaan tambang belum membangun pabrik *smelter* di Indonesia. Hal ini membuat emiten pertambangan rata-rata kehilangan pendapatannya hingga 30 persen, (Fachriansyah, <http://vibiznews.com>).

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. Untuk membangun *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.

Penelitian ini merupakan replikasi penelitian determinan struktur modal pada konteks perusahaan pertambangan di Indonesia. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya ialah pada penelitian ini terdapat penambahan variabel independen yaitu kepemilikan manajerial serta kepemilikan institusional. Selain itu penelitian ini menggunakan dua model penelitian, yaitu model satu bertujuan untuk menganalisis determinan struktur modal, sedangkan model dua bertujuan untuk menganalisis determinan nilai perusahaan. Penelitian ini penting dilakukan karena hasil penelitian ini akan menganalisis faktor fundamental yang memengaruhi keputusan pendanaan dan nilai perusahaan pada perusahaan pertambangan di Indonesia.

1.2. Rumusan Masalah

Keputusan struktur modal sangat penting bagi perusahaan, karena berhubungan dengan dana yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Selain itu keputusan struktur modal secara langsung berpengaruh terhadap besarnya risiko yang ditanggung pemegang saham serta besarnya *return* yang diharapkan oleh penegang saham di masa depan. Penelitian ini dilakukan di sektor pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014. Kinerja saham sektor pertambangan mengalami penurunan mulai tahun 2014 hingga 2015. Hal ini salah satunya disebabkan oleh

penurunan harga komoditas tambang di pasar internasional serta dampak dari pelarangan ekspor mineral oleh pemerintah. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan sebelumnya, rumusan masalah dalam penelitian ini dapat disusun sebagai berikut :

1. Apakah profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
2. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
3. Apakah peluang pertumbuhan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
4. Apakah risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
5. Apakah struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
6. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
7. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
8. Apakah profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
9. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?

10. Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
11. Apakah risiko bisnis berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
12. Apakah struktur aset berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
13. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
14. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?
15. Apakah struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014?

1.3 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan rumusan masalah maka tujuan penelitian ini adalah :

1. Menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
2. Menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
3. Menganalisis pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
4. Menganalisis pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
5. Menganalisis pengaruh struktur aset terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.

6. Menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap struktur modal perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
7. Menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap struktur modal pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
8. Menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
9. Menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
10. Menganalisis pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
11. Menganalisis pengaruh risiko bisnis terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
12. Menganalisis pengaruh struktur aset terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
13. Menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
14. Menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.
15. Menganalisis pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan bermanfaat bagi beberapa pihak yaitu perusahaan dan akademisi.

1. Perusahaan

Hasil penelitian ini diharapkan bermanfaat bagi perusahaan, khususnya manajer keuangan sebagai bahan pertimbangan dalam menentukan kebijakan pendanaan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

2. Akademisi

Hasil penelitian ini diharapkan bermanfaat dalam menambah wawasan pengetahuan terutama di bidang keuangan. Selain itu menambah referensi penelitian yang berkaitan dengan determinan struktur modal dan nilai perusahaan.



BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 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.

2.1.2 Kajian 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.

Perbedaan karakteristik antara kedua tipe pendanaan itu terletak pada keragaman hak suara dalam manajemen, klaim pada *income* dan *asset*, maturitas (jatuh tempo), serta perlakuan terhadap pajak. Keempat karakteristik yang membedakan antara utang dan ekuitas diringkas pada Tabel 2.1. Perbedaan karakteristik ini menjadi jelas, mengapa pemilik ekuitas memiliki risiko lebih besar dari pada kreditur, sehingga ekuitas mendapat kompensasi dengan *expected return* yang lebih tinggi dari pada utang.

Tabel 2.1 Perbandingan Karakteristik Utang dan Ekuitas

Karakteristik	Utang	Ekuitas
Hak suara dalam manajemen	Tidak ada	Ada
Klaim pada <i>income</i> dan <i>asset</i>	Prioritas terhadap ekuitas	Ada
Maturitas/Jatuh tempo	Tetap	Tidak ada
Perlakuan pajak	Pengurang atas bunga	Tidak ada

Sumber : Gitman dan Zutter (2012:267)

Berdasarkan Tabel 2.1, utang maupun ekuitas (saham) memiliki karakteristik yang berbeda yaitu pemegang saham memiliki hak suara dalam manajemen, selain itu pemegang saham berhak atas keuntungan yang dibagikan (*dividen*) dan berhak atas aset perusahaan bila perusahaan dilikuidasi. Namun *dividen* bukan merupakan unsur pengurang pajak, dengan kata lain tidak ada pengurang pajak perseroan atas *dividen* yang dimiliki pemegang saham. Berbeda dengan utang yang memiliki manfaat berupa

pengurang pajak. Utang memiliki jatuh tempo sesuai dengan kesepakatan antara kreditur dan debitur.

a. Struktur Modal Optimal

Struktur modal yang optimal didefinisikan sebagai struktur modal yang akan memaksimalkan harga sahamnya (Brigham dan Houston, 2007:437). Rasio utang yang optimal bagi perusahaan ditentukan oleh *trade off* antara biaya dan manfaat dari utang, aset perusahaan dan rencana investasi (Myers, 1984).

Semakin tinggi risiko yang terkait dengan utang, cenderung menurunkan harga saham, tetapi tingkat utang yang lebih tinggi menyebabkan *expected rate of return* meningkat. Oleh karena itu, manajemen berusaha menemukan struktur modal yang seimbang antara risiko dan *return* sehingga memaksimalkan harga saham. Struktur modal yang optimal yaitu nilai perusahaan dimaksimalkan ketika biaya modal diminimalkan karena nilai perusahaan sama dengan nilai sekarang dari arus kas masa depan, atau dengan kata lain nilai sekarang dari arus kas masa depan berada pada titik tertinggi ketika tingkat diskonto (biaya modal) berada pada titik terendah (Gitman dan Zutter, 2012:535).

2.1.3 Teori Struktur Modal

Penelitian empiris telah banyak dilakukan untuk menguji teori mengenai struktur modal. Berikut ini dikemukakan beberapa teori struktur modal, yaitu :

a. 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. Teori MM membuat beberapa asumsi yaitu :

- a. Semua *tangible asset* dimiliki perusahaan.
- b. Adanya pasar modal sempurna (tidak ada pajak, tidak ada biaya transaksi, dan tidak ada biaya kebangkrutan).
- c. Perusahaan hanya dapat menerbitkan dua macam sekuritas, yakni ekuitas yang berisiko dan utang bebas (tanpa) risiko.
- d. Individu maupun perusahaan dapat meminjamkan uang dengan tingkat suku bunga bebas risiko.
- e. Para investor mempunyai ekspektasi yang sama (homogen) terhadap keuntungan perusahaan di masa depan.
- f. Semua perusahaan tidak mengalami pertumbuhan (arus kas diasumsikan konstan dan *perpetual*, dan semua laba dibagikan dalam bentuk dividen).
- g. Semua perusahaan dapat dikelompokkan dalam satu kelompok *return*, dan *return* saham dari semua perusahaan dalam kelompok tersebut adalah proporsional.

Berdasarkan asumsi-asumsi tersebut, maka nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang (*unlevered firm*) sama persis dengan perusahaan yang menggunakan utang (*levered firm*). Apabila nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang diberi notasi V_U dan nilai perusahaan yang menggunakan utang diberi notasi V_L , maka $V_U = V_L$.

$$V_U = \frac{EBIT}{r_{SU}} = S_U$$

$$V_L = \frac{EBIT - r_D D_L}{r_{SL}} + D_L = S_L + D_L$$

Keterangan :

EBIT = Laba sebelum bunga dan pajak

r_{SU} = Kembalian (*return*) saham *unlevered firm*

S_U = Nilai saham *unlevered firm*

r_D = Suku bunga utang

D_L = Nilai utang *levered firm*

r_{SL} = Kembalian (*return*) saham *levered firm*

S_L = Nilai saham *levered firm*

Model tersebut dikenal sebagai model MM Proposisi 1 tanpa pajak. Model tersebut mengakui bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh strategi pendanaan, atau nilai perusahaan bergantung pada bagaimana bisnis itu dijalankan dan tidak pada bagaimana uang itu diperoleh. Kesimpulannya, dalam kondisi tidak ada pajak maka nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal.

Ketika nilai *unlevered firm* sama persis dengan *levered firm*, menurut model MM (tanpa pajak), biaya modal rata-rata tertimbang ($WACC = \textit{weighted average cost of capital}$) kedua perusahaan juga identik, sehingga hal ini mengarahkan pada Proposisi 2 dari model MM tanpa pajak, yaitu :

$$r_{SL} = r_{SU} + (r_{SU} - r_D) \left(\frac{D_L}{S_L} \right)$$

Penambahan penggunaan utang biasanya diikuti dengan bertambahnya beban keuangan berupa biaya bunga. Sesuai dengan Proposisi 1, perubahan keputusan pendanaan (struktur modal) tidak akan memengaruhi nilai perusahaan, sehingga pada Proposisi 2, pemegang saham dihadapkan pada peningkatan risiko keuangan tanpa kompensasi dari meningkatnya nilai perusahaan. Oleh karena itu, pemegang saham akan menuntut *return* yang lebih tinggi sebagai kompensasi dari meningkatnya risiko, dan hal ini disebut biaya penggunaan saham biasa yang lebih tinggi bagi *levered firm*. Berdasarkan model MM-1 (model MM tanpa pajak) yang dikemukakan oleh Franco Modigliani dan Merton Miller, dapat disimpulkan dua hal utama yaitu (Wan, 1999) :

1. Pada situasi tanpa pajak, nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Jadi, nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh jumlah utang, sehingga WACC juga tidak dipengaruhi oleh struktur modal.
2. Kecenderungan perusahaan yang makin banyak menggunakan utang akan lebih berisiko, sebab harus membayar biaya bunga yang lebih banyak pula. Perusahaan tidak dapat mengabaikan pembayaran biaya bunga, sehingga pemegang saham “menuntut” kembalian yang lebih tinggi yang tercermin pada biaya ekuitas yang lebih tinggi. Pada kondisi demikian, perusahaan memperoleh “penghematan” yang makin banyak dengan menggunakan utang yang lebih banyak karena lebih murah daripada ekuitas. Meskipun demikian, biaya ekuitas akan meningkat selaras dengan penambahan utang. “Penghematan” yang dihasilkan dari penggunaan utang otomatis akan meningkatkan biaya ekuitas, sehingga WACC tidak berubah.

b. Teori Miller dan Modigliani (Model MM Menggunakan Pajak)

Modigliani dan Miller (1963) memperbaiki model awal mereka dengan memperhitungkan adanya pajak perseroan (akan tetapi tetap mengabaikan pajak perorangan). Selanjutnya model tersebut dikenal dengan model MM-2 atau model MM dengan pajak perseroan. Kehadiran pajak perseroan (diberi notasi T_c) memengaruhi kedua proposisi awal pada model MM-1 sebagai berikut :

Proposisi I :

$$V_L = V_U + T_c D_L ; \text{ dimana } V_U = \frac{EBIT(1-T_c)}{r_{SU}}$$

Proposisi II :

$$r_{SL} = r_{SU} + (r_{SU} - r_D)(1 - T_c) \frac{D_L}{S_L}$$

Berdasarkan model MM-2, dapat disimpulkan dua hal utama yang berbeda dengan model MM-1 sebelumnya, yaitu (Wan, 1999) :

1. Proposisi 1 menjelaskan struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan. Kenyataan, struktur modal memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan : bertambahnya penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan atau dengan kata lain, pajak memberi manfaat dalam pendanaan yang berasal dari utang, sebesar:

$$\text{Tax Advantage} = T_c D_L$$

Manfaat pajak dari penggunaan utang diperoleh dari beban biaya bunga utang yang dapat diperhitungkan sebagai elemen biaya yang mengurangi besaran laba kena pajak, sedangkan pembayaran dividen tidak dapat diperhitungkan sebagai elemen biaya.

2. Melalui pajak perseroan maka diperoleh dua manfaat penggunaan utang yakni : utang merupakan sumber modal yang lebih murah daripada ekuitas, dan biaya bunga menjadi elemen pengurang pajak. Berdasarkan model MM-1, diketahui bahwa penghematan dari penggunaan utang yang lebih murah, sepenuhnya digantikan oleh peningkatan biaya penggunaan ekuitas. Meskipun demikian, dalam situasi dengan adanya pajak perseroan, keuntungan yang diperoleh perusahaan dari penggunaan utang lebih besar daripada peningkatan biaya ekuitas sehingga biaya ekuitas dari *levered firm* dalam situasi ada pajak perseroan, pertambahannya lebih lamban daripada bila situasinya tanpa pajak perseroan, dengan kata lain pemegang saham memperoleh kompensasi untuk risiko keuangan yang lebih kecil dalam situasi ada pajak perseroan. “Penghematan” dari penggunaan utang yang lebih besar daripada peningkatan biaya ekuitas, menghasilkan WACC yang makin kecil sebanding dengan bertambahnya utang.

c. Model Miller Dengan Pajak Personal

Miller (1977) mengemukakan sebuah model yang memperhitungkan pajak perorangan. Model tersebut menjelaskan investor dihadapkan pada dua kemungkinan jenis pajak : pajak perorangan atas ekuitas atau pendapatan dividen (t_s), dan pajak perorangan atas utang atau pendapatan bunga (t_D). Pada model MM-2 dengan pajak, dividen yang diperoleh pemegang saham sebesar :

$$\text{Dividend Income} = \text{EBIT} (1-T_c)$$

Akan tetapi, dengan adanya pajak perorangan, dividen yang diperoleh pemegang saham menjadi :

$$\text{After Tax Dividend Income} = \text{EBIT} (1-T_c) (1-T_s)$$

Oleh karena itu terjadi pajak ganda atas pendapatan ekuitas (dividen) yang diterima oleh investor. Laba perusahaan dikenai pajak perseroan sebelum dibagikan menjadi dividen kepada investor, dan selanjutnya ketika investor memperoleh dividen, dikenai pajak perorangan. Jadi nilai *unlevered firm* yang memperhitungkan pajak perseroan dan pajak perorangan adalah :

$$V_u = \frac{\text{EBIT}(1-T_c)(1-T_s)}{r_{SU}(1-T_s)}$$

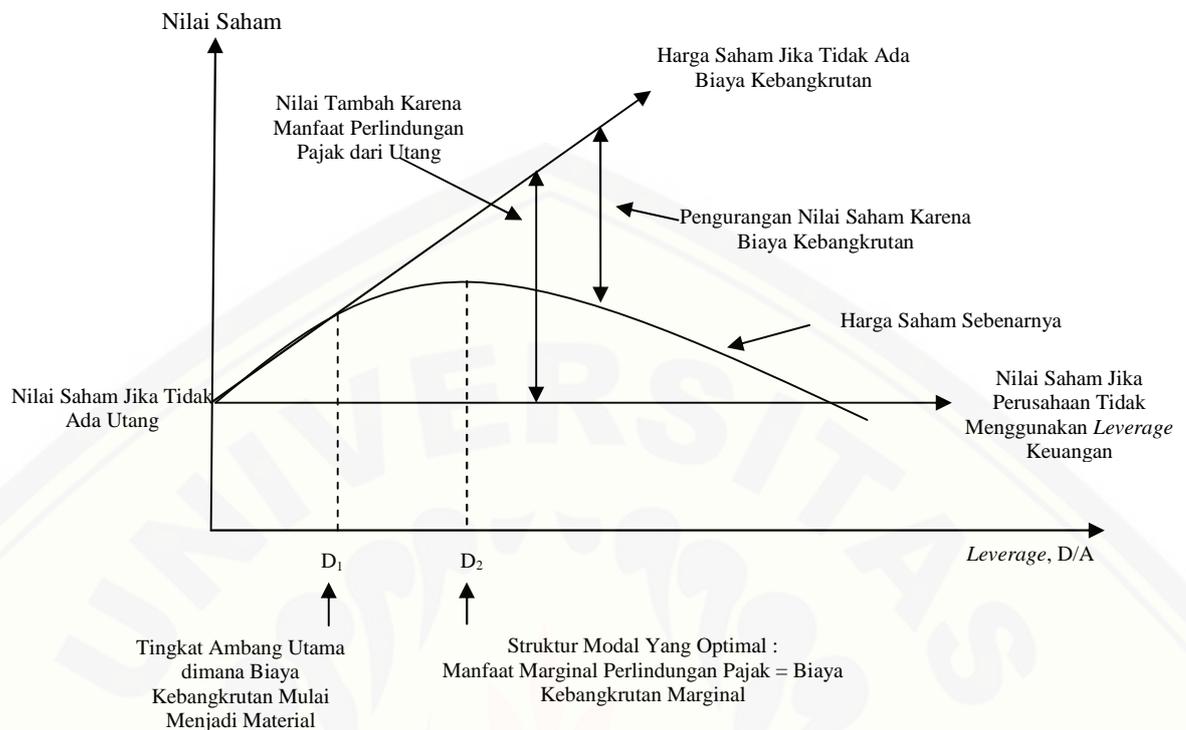
d. Trade Off Theory

Teori *trade off* menjelaskan perusahaan menggunakan utang sampai pada tingkat tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan utang akan sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) dan biaya keagenan (*agency costs*) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan.

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. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tentu akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio utangnya, sehingga tambahan utang tersebut akan mengurangi pajak. Pada kenyataannya jarang manajer keuangan yang berpikir demikian.

Perusahaan yang mengikuti teori *trade off* akan menentukan target *debt to value ratio*, dan secara perlahan-lahan akan menuju target tersebut. Target ini ditentukan dengan cara menyeimbangkan keuntungan dari pengurangan pajak (*tax shield*) dengan biaya dari kebangkrutan (*cost of debt*). Teori *trade off* menyatakan struktur modal optimal diperoleh dengan menyeimbangkan keuntungan *tax shield* akibat utang dengan *financial distress cost* dan *agency cost* sehingga keuntungan dan biaya dari utang saling menyeimbangkan satu sama lain. Ringkasan *trade off theory* diungkapkan pada Gambar 2.1 berikut ini :



Gambar 2.1 Efek Utang Terhadap Nilai Saham

Sumber : Brigham dan Houston (2007 : 459)

Berdasarkan Gambar 2.1 dapat dijelaskan yakni :

1. Tidak dapat dipungkiri bahwa beban bunga yang bersifat *deductible* telah mengakibatkan utang lebih murah dari pada saham biasa atau saham preferen. Akibatnya pemerintah membayar sebagian dari biaya modal yang bersumber dari utang, dengan kata lain utang memberikan manfaat perlindungan pajak. Hasilnya penggunaan utang mengakibatkan peningkatan porsi laba operasi (EBIT) yang mengalir ke investor. Jadi, semakin besar utang perusahaan makin tinggi nilainya dan makin tinggi harga sahamnya. Berdasarkan asumsi yang dikemukakan oleh Modigliani-Miller dengan pajak, harga saham perusahaan akan dimaksimumkan jika ia menggunakan 100 persen utang. Garis yang disebut sebagai “Hasil MM yang Menggabungkan Efek Pajak Perseroan” atau *MM Result*

Incorporating The Effect of Corporate Taxation pada Gambar 2.1 di atas memperlihatkan hubungan antara harga saham dan utang.

2. Kenyataannya, jarang ada perusahaan yang menggunakan utang 100 persen. Salah satu alasannya bahwa pemegang saham mendapat keuntungan dari pajak keuntungan modal yang lebih rendah. Lebih penting lagi perusahaan membatasi penggunaan utang untuk menekan biaya-biaya yang berkaitan dengan kebangkrutan.
3. Ada suatu titik tertentu dalam utang yang disebut D_1 pada Gambar 2.1 dimana untuk jumlah utang yang lebih rendah dari titik tersebut, kemungkinan kebangkrutan sangat kecil sehingga tidak berpengaruh (*immaterial*). Tetapi setelah titik D_1 dilampaui, biaya kebangkrutan akan semakin besar dan hal itu semakin mengurangi manfaat pajak yang disebabkan oleh utang. Pada kisaran dari D_1 ke D_2 biaya kebangkrutan semakin kecil tetapi belum menghapus sama sekali manfaat pajak dari utang sehingga harga saham akan naik (meskipun kenaikannya makin kecil) dengan bertambahnya jumlah utang. Tetapi setelah titik D_2 , jumlah biaya kebangkrutan melebihi keringanan pajak sehingga mulai titik ini peningkatan rasio utang akan menurunkan nilai saham. Karena itu, D_2 menunjukkan struktur modal yang optimal. D_1 dan D_2 berbeda-beda diantara perusahaan, tergantung pada risiko bisnis dan biaya kebangkrutan mereka.
4. Aspek lain yang mengganggu dari teori struktur modal seperti yang ditunjukkan dalam Gambar 2.1 adalah kenyataan bahwa banyak perusahaan besar menggunakan utang yang jauh lebih kecil daripada yang dianjurkan menurut teori tersebut. Hal ini menyebabkan berkembangnya *signalling theory*.

e. 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) :

1). Konflik antara Pemegang Saham dengan Kreditur

Kreditur menerima uang dalam jumlah tetap dari perusahaan (bunga utang), sedangkan pendapatan pemegang saham bergantung pada besaran laba perusahaan. Pada situasi ini, kreditur lebih memperhatikan kemampuan perusahaan untuk membayar kembali utangnya, dan pemegang saham lebih memperhatikan kemampuan perusahaan dalam meraih laba yang banyak. Untuk mengantisipasi kemungkinan rugi, kreditur mengenakan biaya keagenan (*debt agency cost*) dalam bentuk pembatasan penggunaan utang oleh manajer. Salah satu pembatasan adalah membatasi jumlah penggunaan utang untuk investasi pada proyek baru (seperti *capital rationing*).

2). Konflik antara Pemegang Saham dengan Pihak Manajemen

Pihak manajemen tidak selalu bertindak yang terbaik untuk kepentingan pemegang saham, tetapi mengarah kepada kepentingan dirinya sendiri. Akibatnya, pemegang saham menanggung biaya keagenan ekuitas (*equity agency cost*) untuk memantau kegiatan pihak manajemen. Salah satu biaya keagenan adalah kompensasi bagi akuntan publik untuk mengaudit perusahaan.

f. 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 memengaruhi harga saham.

Pada umumnya pendanaan dengan utang dianggap sebagai sinyal positif sehingga manajer percaya bahwa saham "*undervalued*". Sebagai contoh, manajer menemukan adanya kesempatan investasi yang menguntungkan dan memerlukan adanya tambahan pendanaan. Manajer percaya bahwa prospek perusahaan ke depannya sangat bagus yang diindikasikan dengan harga saham perusahaan saat ini. Hal ini akan menguntungkan bagi para *stockholder* untuk menggunakan utang dibandingkan dengan menerbitkan saham karena dengan penggunaan utang dianggap sebagai sinyal positif, sedangkan adanya penerbitan saham dianggap sebagai sinyal negatif sehingga manajemen percaya bahwa saham "*overvalued*". Hal ini mengakibatkan harga saham akan menurun, *underwriting cost* (menerbitkan saham) tinggi sehingga pendanaan dengan penerbitan saham baru sangat mahal dibandingkan dengan penggunaan utang.

Adanya asumsi bahwa pasar keuangan tidak merefleksikan semua informasi khususnya informasi yang belum tersedia untuk publik, maka manajer menggunakan kebijakan pendanaan untuk menyampaikan informasi ke pasar. Manajer sebagai pihak internal yang memiliki akses informasi tentang ekspektasi aliran kas perusahaan, akan memilih sinyal yang tidak terlalu bagus tentang masa depan perusahaan jika mereka memiliki insentif yang tepat. Untuk melihat bagaimana proses bekerja insentif ini, maka

diasumsikan manajer dilarang untuk memperdagangkan sekuritas dari perusahaan mereka. Hal ini menjaga mereka dari keuntungan dengan mengeluarkan sinyal yang salah, seperti mengumumkan berita buruk walaupun mereka tahu kondisi perusahaan bagus.

Myers dan Majluf (1984) juga membuat model *signalling* yang merupakan kombinasi dari keputusan investasi dan keputusan 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 di perusahaan dan berhak atas hak pengambilan suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

g. 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. Myers menyimpulkan terdapat 4 asumsi dalam penelitiannya yaitu :

- a) Perusahaan lebih memilih sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal tersebut diperoleh dari saldo laba yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan.
- b) Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu utang yang paling rendah risikonya, kemudian ke utang yang lebih berisiko, sekuritas *hybrid* seperti obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa. Penerbitan saham baru menempati urutan terakhir karena merupakan sinyal bagi pemegang saham atau investor tentang kondisi perusahaan saat ini dan prospek mendatang tidak baik.

- c) Terdapat kebijakan dividen yang konstan, yaitu perusahaan akan menetapkan jumlah pembayaran dividen yang konstan, tidak terpengaruh seberapa besarnya perusahaan tersebut untung atau rugi.
- d) Untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan dividen yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan serta kesempatan investasi, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi yang lancar.

Myers juga menjelaskan reaksi pasar saham terhadap peningkatan dan penurunan utang karena perusahaan yang memiliki kesempatan investasi, berusaha mendanai proyeknya secara internal atau menggunakan sekuritas yang rendah risiko. Jika perusahaan tersebut masih harus membutuhkan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas karena manajer perusahaan menganggap saham perusahaan *overvalued*. Investor sangat paham akan insentif ini, dan juga sadar bahwa manajer memiliki informasi tentang prospek perusahaan dengan lebih baik dibandingkan dirinya sendiri, sehingga investor selalu berusaha menanggapi pengumuman penerbitan saham sebagai "berita buruk" (sebagai tanda bahwa manajemen menganggap saham perusahaan akan *overvalued*).

Namun teori *pecking order* memiliki beberapa keterbatasan yaitu tidak dapat menjelaskan semua aturan dalam struktur modal yang diamati. Sebagai contoh, jika dibandingkan dengan *trade off theory* adalah ketidakmampuannya untuk menjelaskan bagaimana pajak, biaya kebangkrutan dan biaya menerbitkan sekuritas, serta kesempatan investasi perusahaan berpengaruh terhadap rasio aktual utang. Selain itu teori ini menggunakan *agency problem* yang dapat dengan mudah meningkat ketika manajer perusahaan mengakumulasi begitu banyak *financial slack* sehingga mereka menjadi kebal dari peraturan pasar. *Financial slack* merupakan kas perusahaan dan surat berharga yang dimiliki perusahaan seperti kapasitas utang yang tidak dipakai. Ini dapat terjadi jika perusahaan tidak memiliki kebutuhan untuk meningkatkan

pendanaan eksternal yang baru, dengan demikian tidak dapat dihukum secara langsung melalui harga saham yang rendah. Meskipun begitu, teori *pecking order* lebih baik dalam menjelaskan aspek tertentu dari pola struktur modal yang diamati dibandingkan model yang lain, dan ini tentunya menjadi pilihan pendanaan perusahaan (sekuritas apa yang dipilih untuk diterbitkan) dan respon pasar terhadap penerbitan sekuritas.

2.1.4 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, seperti yang dijelaskan berikut ini :

a. Profitabilitas

Seringkali penelitian menunjukkan, perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi, menggunakan utang yang relatif lebih kecil. Meskipun tidak ada pembenaran teoritis mengenai hal ini, namun penjelasan praktis atas kenyataan ini adalah perusahaan yang sangat menguntungkan memang tidak memerlukan banyak pembiayaan dengan utang. Tingkat pengembaliannya yang tinggi memungkinkan mereka untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka dengan dana yang dihasilkan secara internal (Brigham dan Houston, 2007:463).

b. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah suatu skala yang dapat diklasifikasikan besar kecilnya perusahaan menurut berbagai cara antara lain dilihat dari total aset, penjualan, nilai pasar saham, kapitalisasi pasar dan lain-lain yang kesemuanya berkorelasi tinggi (Ferry dan Jones, 1979). Besar kecilnya suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, karena semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan investasi. Semakin besar perusahaan maka kecenderungan menggunakan utang juga semakin tinggi.

c. Pertumbuhan Perusahaan

Jika hal lain tetap, maka perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Lebih jauh lagi, biaya pengembangan untuk penjualan saham biasa lebih besar daripada biaya untuk penerbitan surat utang yang mendorong perusahaan untuk lebih banyak mengandalkan utang. Namun pada saat yang sama perusahaan yang tumbuh pesat sering menghadapi ketidakpastian yang lebih besar, yang cenderung mengurangi keinginannya untuk menggunakan utang (Brigham dan Houston, 2007:463).

d. Risiko Bisnis

Risiko bisnis merupakan risiko yang berkaitan dengan proyeksi tingkat pengembalian atas aset (ROA) dari suatu perusahaan di masa depan. Risiko bisnis antar industri dan antar perusahaan dalam industri yang sama adalah berbeda-beda. Lebih lanjut risiko bisnis dapat berubah dari waktu ke waktu. Risiko bisnis tergantung pada sejumlah faktor antara lain variabilitas permintaan, variabilitas harga jual, variabilitas harga *input*, kemampuan menyesuaikan harga *output* terhadap harga *input*, kemampuan mengembangkan produk baru dengan biaya yang efektif, risiko nilai tukar, dan *leverage* operasi (Brigham dan Houston, 2007:439).

e. Struktur Aset

Perusahaan yang memiliki aset untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan utang. Aset multiguna yang dapat digunakan oleh banyak perusahaan merupakan jaminan yang baik, sedangkan aset yang hanya digunakan untuk tujuan tertentu tidak begitu baik untuk dijadikan jaminan (Brigham dan Houston, 2007:463).

f. Kepemilikan Manajerial

Pemegang saham internal atau kepemilikan manajerial adalah orang yang memiliki saham dan termasuk di dalam struktur organisasi perusahaan, yang artinya orang tersebut juga melaksanakan fungsinya sebagai pelaksana operasional (manajer atau direksi) atau sebagai pengawas kegiatan operasi perusahaan (dewan komisaris) (Van Horne, 2002:205). Wahidahwati (2002) juga mengungkapkan kepemilikan manajerial ialah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan yakni direktur dan komisaris. Keberadaan manajemen perusahaan mempunyai latar belakang yang berbeda, antara lain: 1) pihak yang mewakili pemegang saham institusional, 2) tenaga-tenaga profesional yang diangkat oleh pemegang saham dalam Rapat Umum Pemegang Saham, 3) pihak yang memiliki wewenang di jajaran manajemen perusahaan karena turut memiliki saham. Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan.

g. Kepemilikan Institusional

Pemegang saham eksternal atau institusi merupakan pemilik saham dari pihak luar perusahaan yang tidak termasuk di dalam struktur organisasi perusahaan atau hanya berfungsi sebagai pemilik sementara (Van Horne, 2002:203). Wahidahwati (2002) juga menjelaskan, kepemilikan institusional

ialah persentase kepemilikan saham luar (non manajemen) atas saham perusahaan seperti bank, asuransi, atau institusi lain. Keberadaan kepemilikan perusahaan oleh institusi akan mendorong pengawasan yang lebih efektif, karena institusi merupakan pihak profesional yang memiliki kemampuan dalam mengevaluasi kinerja perusahaan. Widjaja dan Kasenda (2008) menyatakan tingkat kepemilikan institusi yang tinggi dalam suatu perusahaan akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih ketat oleh investor institusional sehingga akan mengontrol manajer untuk tidak melakukan perbuatan yang tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham yang pada akhirnya akan mengurangi *agency cost*.

2.2 Penelitian Terdahulu

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.

Selanjutnya penelitian dilakukan oleh 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.

Prasetyo 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 pada saat periode pengamatan, perusahaan masih dalam tahap restrukturisasi sehingga memerlukan banyak dana. Melakukan restrukturisasi dengan digunakannya utang membuat rasio struktur modal meningkat, namun investor belum melihat hal ini akan membawa perubahan yang signifikan terhadap kinerja perusahaan tekstil sehingga tidak banyak memengaruhi harga pasar saham perusahaan. Kekurangan dari penelitian ini ialah tidak menjelaskan alasan penggunaan alat analisis, selain itu tidak memberikan model penelitian serta tidak memberikan saran bagi perusahaan tekstil terkait dengan hasil penelitian yang dilakukan.

Yeniatie dan Destriana (2010) meneliti kebijakan utang pada perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2005-2007. Alat analisis yang digunakan yaitu regresi berganda. 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.

Mas'ud (2008) meneliti struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2001-2005. Alat analisis yang digunakan yakni *structural equation model* (SEM). Hasil penelitiannya menunjukkan profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, struktur aset, dan risiko berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Selain itu struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Sujoko dan Soebiantoro (2007) meneliti struktur modal dan nilai perusahaan pada 134 perusahaan publik di Indonesia selama tahun 2000-2004. Alat analisis yang digunakan yaitu *structural equation model* (SEM). Hasil penelitiannya menyimpulkan kepemilikan manajerial, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, sedangkan kepemilikan manajerial tidak memengaruhi struktur modal. Selain itu kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan kepemilikan manajerial tidak memengaruhi nilai perusahaan.

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.

Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Frank dan Goyal (2003) pada perusahaan perdagangan publik di Amerika tahun 1971-1998. Alat analisis yang digunakan yaitu regresi berganda. Hasil penelitiannya menyimpulkan struktur aset dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap utang, sedangkan profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap utang.

Chen (2004) meneliti penggunaan utang pada 88 perusahaan yang terdaftar pada *China Stock Market* tahun 1995-2000. Alat analisis yang digunakan yaitu regresi *pooling*. Hasil penelitiannya menyimpulkan profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap utang sedangkan pertumbuhan perusahaan dan struktur aset berpengaruh positif terhadap utang perusahaan publik di Cina. Perbedaan antara struktur modal perusahaan Cina dengan perusahaan yang berada di negara berkembang ialah perusahaan Cina lebih menyukai *short term debt* dan memiliki jumlah *long term debt* yang rendah. Hasil studi ini menunjukkan bahwa teori struktur keuangan modern relevan dalam menjelaskan struktur modal di negara Eropa maupun Cina. Hal ini berlaku meskipun terdapat perbedaan institusi antara Cina dengan negara-negara Barat.

Titman dan Wessels (1988) meneliti rasio utang pada 469 perusahaan manufaktur di Amerika selama tahun 1974-1982. Alat analisis yang digunakan yaitu *structural equation model* (SEM). Hasil penelitiannya menyimpulkan pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, dan struktur aset tidak memengaruhi rasio utang perusahaan. Titman dan Wessels menjelaskan indikator yang digunakan dalam penelitiannya tidak cukup mencerminkan karakter variabel yang dijelaskan oleh teori-teori struktur modal.

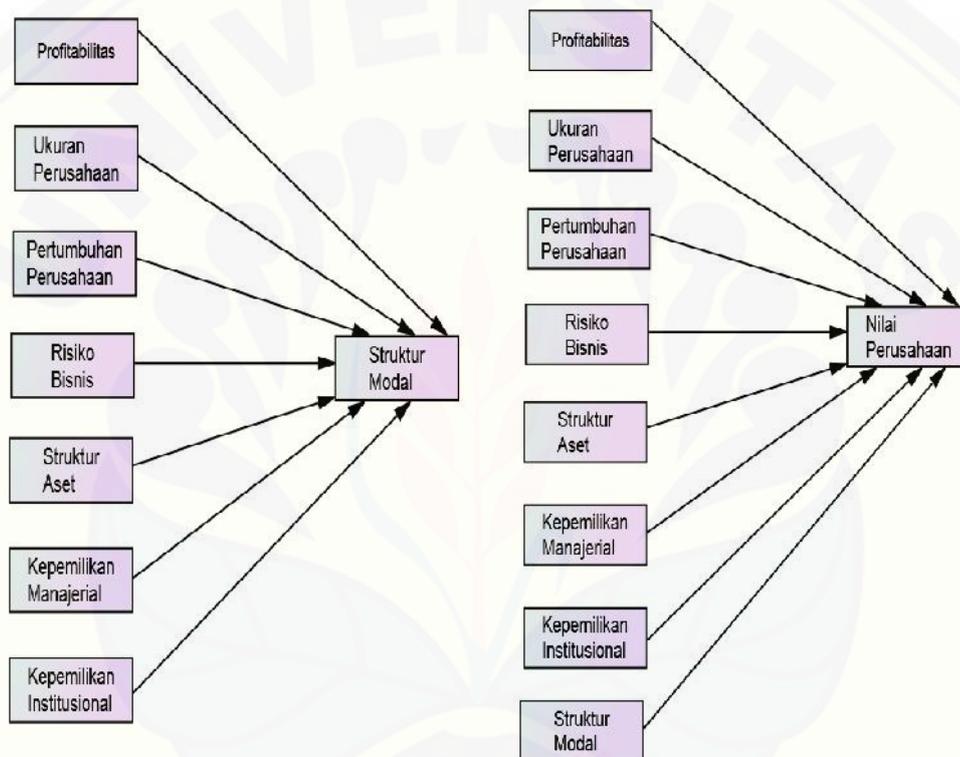
Bradley *et al.* (1984) meneliti rasio utang pada 851 perusahaan di Amerika. Alat analisis yang digunakan yaitu *analysis of variance* (ANOVA).

Hasil penelitiannya menunjukkan risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio utang. Bradley *et al.* mengungkapkan perusahaan sampel melakukan investasi pada aset tetap, sehingga *leverage* finansial menjadi tinggi. Penelitian ini menyimpulkan risiko bisnis sangat penting karena menjelaskan variasi internal dan eksternal dari rasio utang perusahaan. Ringkasan penelitian terdahulu dapat dilihat di Lampiran 2.



BAB 3**KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN****3.1 Kerangka Konseptual**

Berdasarkan kajian teoritis dan kajian empiris yang telah diuraikan sebelumnya maka kerangka konseptual penelitian ini adalah sebagai berikut :



Gambar 3.1 Kerangka Konseptual

Berdasarkan Gambar 3.1, kesejahteraan pemegang saham 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, 2007:463).

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan memperoleh keuntungan atas kegiatan usaha perusahaan selama periode tertentu. Teori *pecking order* menyatakan perusahaan lebih memilih pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal sehingga semakin besar perolehan laba perusahaan, maka penggunaan utang juga akan berkurang. Teori *trade off* menyatakan perusahaan besar berpeluang lebih mudah memperoleh pinjaman karena memiliki akses yang lebih luas ke pasar modal. Selain itu perusahaan besar juga memiliki banyak proyek, sehingga memungkinkan mereka untuk mendanai proyeknya menggunakan utang. Faktor lain yang memengaruhi struktur modal ialah pertumbuhan perusahaan. Pangulu (2014) mengungkapkan perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi memiliki begitu banyak peluang investasi yang akhirnya akan menarik investor untuk menanamkan investasi mereka. Hal ini akan memicu naiknya permintaan saham perusahaan dan menyebabkan harga saham naik. Ketika harga saham naik maka nilai perusahaan juga akan naik.

Brigham dan Houston (2007:439) menyatakan setiap perusahaan akan menghadapi risiko pada setiap kegiatan operasional perusahaan, salah satunya risiko bisnis. Semakin tinggi risiko bisnis, maka probabilitas terjadinya *financial distress* juga semakin tinggi. Keterkaitan antara risiko bisnis dengan nilai perusahaan dijelaskan oleh Ross *et al.* (2010:294) yaitu semakin besar hasil pengembalian yang diharapkan maka risiko yang dihadapi oleh investor juga semakin tinggi. Dengan demikian semakin besar risiko bisnis perusahaan maka nilai perusahaan akan meningkat. Teori *trade off* menyatakan, utang sangat berguna bagi perusahaan karena utang memiliki manfaat sebagai pengurang pajak sehingga perusahaan yang memiliki utang dapat menggunakan aset tetapnya sebagai jaminan. Dengan demikian, aset tetap meningkatkan penggunaan utang perusahaan.

Pihak manajemen yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat juga (Jensen dan

Meckling, 1976). Moh'd *et al.* (1998) juga menjelaskan tingkat kepemilikan institusi yang tinggi menimbulkan pengawasan yang lebih ketat terhadap kinerja manajemen agar sesuai dengan kepentingan pemegang saham, yang pada akhirnya akan mengurangi *agency cost*.

Pendanaan dengan utang dianggap sebagai sinyal positif sehingga investor tertarik berinvestasi di perusahaan tersebut. Manajer menemukan adanya kesempatan investasi yang menguntungkan dan memerlukan adanya tambahan pendanaan. Manajer percaya bahwa prospek perusahaan ke depannya sangat bagus yang diindikasikan dengan harga saham perusahaan sekarang. Hal ini mengakibatkan harga saham akan menurun, *underwriting cost* (menerbitkan saham) tinggi sehingga pendanaan dengan penerbitan saham baru sangat mahal dibandingkan dengan penggunaan utang (Ross, 1977).

3.2 Hipotesis Penelitian

Hipotesis penelitian merupakan jawaban sementara terhadap teori yang dikemukakan. Hipotesis penelitian yang diajukan pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

3.2.1 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Teori *pecking order* menyatakan perusahaan memiliki pilihan penggunaan modal, pertama menggunakan saldo laba, kedua menggunakan utang, terakhir ekuitas. Menerbitkan saham baru merupakan pilihan terakhir karena biaya yang tinggi. Berdasarkan pendapat tersebut, profitabilitas memiliki peran penting dalam penentuan struktur modal karena jumlah dana internal sebagai penentu penting dari penentuan struktur modal. Teori *pecking order* juga menjelaskan mengapa perusahaan yang *profitable* memiliki jumlah utang yang sedikit, hal ini dikarenakan perusahaan memang memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai utang yang lebih besar dikarenakan dua alasan, yaitu dana internal tidak cukup dan utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai oleh

perusahaan. Brigham dan Houston (2007:463) juga mengatakan bahwa perusahaan dengan *return* investasi yang sangat tinggi menggunakan utang dalam jumlah yang relatif sedikit.

Wald (1999) bahkan menegaskan profitabilitas memiliki efek tunggal terbesar pada rasio utang. Umumnya perusahaan yang memiliki *cash flow* atau profitabilitas yang tinggi, memiliki arus modal lebih banyak sehingga saldo laba dapat digunakan sebagai pembiayaan internal. Pada proses ini perusahaan dapat mengurangi jumlah pendanaan terhadap utang. Penelitian tentang pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995) yang meneliti negara-negara yang termasuk dalam G7, Wald (1999) menganalisis negara-negara maju, Booth *et al.* (2001) meneliti negara-negara berkembang, Akhtar (2005) menganalisis perusahaan domestik dan multinasional di Australia, Huang dan Song (2006) meneliti perusahaan publik di Cina, serta de Jong *et al.* (2008) yang meneliti perusahaan di 42 negara, mereka menyimpulkan tingkat profitabilitas menurunkan penggunaan utang. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian pertama, yaitu :

H_1 : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

3.2.2 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Teori *trade off* menyatakan perusahaan besar berpeluang lebih mudah memperoleh pinjaman karena memiliki akses yang lebih luas ke pasar modal. Perusahaan besar cenderung mengungkapkan informasi lebih lanjut tentang bisnis mereka kepada publik daripada perusahaan kecil sehingga perusahaan besar lebih banyak menggunakan utang daripada perusahaan kecil. Selain itu, perusahaan besar juga memiliki banyak proyek sehingga memungkinkan mereka untuk mendanai proyeknya menggunakan utang.

Rajan dan Zingales (1995) menyatakan perusahaan besar memiliki beragam diversifikasi dan memiliki *cash flow* lebih stabil, selain itu perusahaan besar memiliki biaya kebangkrutan rendah yang membuatnya lebih mudah

untuk masuk ke pasar saham. Rendahnya potensi terjadinya kebangkrutan pada perusahaan besar, disebabkan perusahaan besar cenderung memiliki usaha yang lebih terdiversifikasi dan reputasi yang lebih baik (Frank dan Goyal, 2003). Penelitian tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal dilakukan oleh Homaifar *et al.* (1994), Rajan dan Zingales (1995), Krishnan dan Moyers (1997), Wald (1999), Booth *et al.* (2001), de Jong *et al.* (2007), Thippayana (2014), serta Memon *et al.* (2015) yang menyimpulkan ukuran perusahaan meningkatkan penggunaan utang. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian kedua yaitu :

H₂ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

3.2.3 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Teori *pecking order* menyatakan perusahaan yang sedang tumbuh atau berkembang memiliki kebutuhan dana internal yang lebih besar sehingga perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi cenderung menggunakan dana eksternal untuk membiayai proyek barunya. Myers (1977) menyimpulkan, perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung menggunakan utang dalam struktur modalnya.

Teori *signaling* juga menyatakan perusahaan dapat mengomunikasikan prospek pertumbuhan yang baik di masa depan menggunakan utang, karena utang dapat menjadi sinyal positif bagi investor luar, sehingga investor luar yakin dan percaya bahwa prospek perusahaan di masa depan akan baik. Dickerson (1998) menyatakan pertumbuhan perusahaan akan diikuti dengan meningkatnya keputusan pendanaan yang besar. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan mengimplikasikan adanya permintaan yang lebih tinggi akan kebutuhan dana eksternal (Song, 2005). Penelitian tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal dilakukan oleh Wald (1990), Krishnan dan Moyers (1997), Michaelas *et al.* (1999), Pandey (2001), Chen (2004), dan Memon *et al.* (2015) yang menyimpulkan pertumbuhan

perusahaan meningkatkan penggunaan utang. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian ketiga, yaitu :

H₃ : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

3.2.4 Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal

Setiap perusahaan akan menghadapi risiko pada setiap kegiatan operasional perusahaan, salah satunya risiko bisnis. Semakin tinggi risiko bisnis, maka probabilitas terjadinya *financial distress* juga semakin tinggi. Ini dikarenakan *earning* yang tidak menentu menyebabkan *cash inflow* juga tidak menentu. Jika ternyata perusahaan rugi atau *cash inflow* tidak mencukupi untuk membayar beban bunga, maka perusahaan dapat mengalami kebangkrutan, (Brigham dan Houston, 2007:439).

Teori *trade off* menyatakan semakin banyak utang maka semakin tinggi beban atau risiko yang ditanggung perusahaan seperti *agency cost*, biaya kebangkrutan, dan keengganan kreditur untuk memberi pinjaman dalam jumlah besar. Sebagai implikasinya, perusahaan dengan risiko bisnis besar menggunakan utang lebih kecil dibandingkan perusahaan yang mempunyai risiko bisnis rendah, karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan utang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan kewajiban mereka. Penelitian tentang pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal dilakukan oleh 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 oleh perusahaan. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian keempat, yaitu :

H₄ : Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

3.2.5 Pengaruh Struktur Aset Terhadap Struktur Modal

Teori *trade off* menyatakan, utang sangat berguna bagi perusahaan karena utang memiliki manfaat sebagai pengurang pajak, sehingga perusahaan yang memiliki utang dapat menggunakan aset tetapnya sebagai jaminan. Selain itu teori *pecking order* juga menyatakan perusahaan akan memilih sumber pendanaan eksternal yang memiliki risiko rendah, yaitu utang. Dengan demikian, keberadaan aset tetap dapat meningkatkan penggunaan utang oleh perusahaan karena perusahaan memiliki jaminan yang dapat mengurangi *financial distress* dari penggunaan utang.

Menurut Myers (1977), semakin besar aktiva tetap maka akan semakin besar jaminan perusahaan yang dapat mereduksi biaya *financial distress* perusahaan, sehingga ketika aset tetap meningkat, penggunaan utang juga akan semakin meningkat. Selain itu semakin tinggi jaminan yang diberikan perusahaan kepada kreditur, akan semakin besar pula jumlah utang yang dapat diberikan oleh kreditur kepada perusahaan. Penelitian mengenai pengaruh struktur aset terhadap struktur modal dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995), Michaelas *et al.* (1999), Chen (2004), Huang dan Song (2006), de Jong *et al.* (2007), dan Memon *et al.* (2015) yang menyimpulkan struktur aset dapat meningkatkan penggunaan utang. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian kelima, yaitu :

H₅ : Struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal.

3.2.6 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan jika manajemen memiliki kepemilikan saham yang tinggi dalam perusahaan maka mereka akan mengurangi tingkat utang secara optimal sehingga akan mengurangi biaya keagenan utang. Kepemilikan manajemen atas saham perusahaan dapat menyamakan kepentingan manajemen dengan pihak eksternal dan akan

mengurangi peranan utang sebagai mekanisme untuk meminimumkan *agency cost*.

Semakin banyak kepemilikan manajemen akan menyebabkan pihak manajemen semakin berhati-hati dalam menggunakan utang karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga pihak manajemen cenderung menggunakan utang yang rendah. Penelitian mengenai pengaruh kepemilikan manajerial terhadap struktur modal dilakukan oleh ini Jensen *et al.* (1992), Moh'd *et al.* (1998), Bathala *et al.* (1994) serta Wahidahwati (2002) yaitu kepemilikan saham oleh pihak manajemen berpengaruh negatif terhadap utang. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian keenam, yaitu:

H₆ : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

3.2.7 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal

Teori *agency cost* menjelaskan distribusi saham pada investor institusional dapat mengurangi *agency cost* sehingga kepemilikan saham oleh pihak eksternal mewakili kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau tidak mendukung keberadaan manajemen.

Moh'd *et al.* (1998) menyatakan tingkat kepemilikan institusional yang tinggi menimbulkan usaha pengawasan yang lebih ketat terhadap pihak manajemen yang akan mengurangi *agency cost*. Kontrol yang efektif dari investor institusional telah mengambil alih peranan utang sebagai alat kontrol manajemen sehingga menyebabkan penggunaan utang menurun. Penelitian mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap struktur modal dilakukan oleh Moh'd *et al.* (1998), Wahidahwati (2002), dan Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang menyimpulkan kepemilikan institusional menurunkan penggunaan utang perusahaan. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian ketujuh, yaitu :

H₇ : Kepemilikan intitusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

3.2.8 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Teori *signalling* menyatakan profitabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan sehingga investor memiliki sinyal positif pada prospek perusahaan dimasa mendatang. Ketika tingkat profitabilitas suatu perusahaan meningkat maka investor akan memiliki ekspektasi dan kepercayaan lebih terhadap perusahaan. Para investor beranggapan, perusahaan yang mempunyai profit besar akan menghasilkan *return* yang besar pula. Semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba maka akan menaikkan nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan kenaikan harga saham perusahaan. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang bagus sehingga investor tertarik membeli saham perusahaan. Respon positif tersebut akan meningkatkan harga saham yang berarti akan meningkatkan nilai perusahaan.

Ang (1997) mengungkapkan bahwa rasio profitabilitas dan rasio rentabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dalam kegiatan operasionalnya merupakan fokus utama dalam penilaian prestasi perusahaan. Selain merupakan indikator kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban bagi para pemilik dananya, laba perusahaan juga merupakan elemen dalam menentukan nilai perusahaan. Efektivitas dinilai dengan menghubungkan laba bersih yang didefinisikan dalam berbagai rasio terhadap aktiva, misalnya rasio profitabilitas.

Ketika tingkat profitabilitas suatu perusahaan meningkat maka investor akan memiliki ekspektasi dan kepercayaan lebih terhadap perusahaan. Para investor beranggapan bahwa perusahaan yang mempunyai profit besar akan menghasilkan *return* yang besar pula. Semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, maka akan menaikkan nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan kenaikan harga saham perusahaan. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang bagus sehingga memicu

permintaan saham oleh investor. Respon positif dari investor tersebut akan meningkatkan harga saham dan selanjutnya akan meningkatkan nilai perusahaan (Hermuningsih, 2013 dan Pangulu, 2014). Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian kedelapan, yaitu :

H₈ : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

3.2.9 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Teori *signalling* menyatakan semakin besar ukuran perusahaan, maka ada kecenderungan lebih banyak investor yang menaruh perhatian pada perusahaan tersebut karena perusahaan yang besar cenderung memiliki kondisi arus kas yang lebih stabil. Kestabilan tersebut menarik investor untuk memiliki saham perusahaan tersebut. Kondisi tersebut menjadi penyebab atas naiknya harga saham perusahaan di pasar modal karena investor memiliki ekspektasi yang besar terhadap perusahaan. Peningkatan permintaan saham perusahaan akan meningkatkan harga saham di pasar modal. Peningkatan tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dianggap memiliki nilai yang lebih besar.

Manu *et al.* (2014) mengungkapkan semakin besar ukuran perusahaan yang diukur dengan total aset, perusahaan dapat memperbesar skala perusahaan. Hal ini berarti ketika suatu perusahaan memiliki aset tetap yang semakin besar maka persepsi investor adalah perusahaan tersebut memiliki harta atau aset yang besar yang dapat dikelola untuk menghasilkan keuntungan yang besar sehingga membuat investor berminat untuk berinvestasi pada saham perusahaan tersebut. Ketika semakin banyak investor yang berinvestasi pada saham perusahaan tersebut dapat membuat harga saham perusahaan tersebut meningkat. Penelitian mengenai pengaruh struktur aset terhadap nilai perusahaan dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007), Septiono *et al.* (2013), serta Manu *et al.* (2014) yang menyatakan ukuran perusahaan meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti

sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian kesembilan, yaitu :

H₉ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

3.2.10 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Teori *signaling* menyatakan perusahaan dapat mengomunikasikan prospek pertumbuhan yang baik di masa depan menggunakan utang, sehingga investor luar yakin dan percaya bahwa prospek perusahaan di masa depan akan baik. Dengan demikian menurut teori *signalling*, pertumbuhan perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi memiliki begitu banyak peluang investasi yang akhirnya akan menarik investor untuk menanamkan investasi mereka. Hal ini akan memicu naiknya permintaan saham perusahaan dan menyebabkan harga saham naik. Ketika harga saham naik maka nilai perusahaan juga akan naik (Pangulu, 2014). Penelitian mengenai pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007), Pangulu (2014), dan Manu *et al.* (2014) yang menyimpulkan pertumbuhan perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian kesepuluh, yaitu: H₁₀ : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

3.2.11 Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Nilai Perusahaan

Teori *trade off* pada dasarnya menjelaskan perusahaan akan menyeimbangkan antara risiko dan manfaat (*return*) dari kebijakan pendanaan. Pemahaman teori *trade off* antara risiko dan *return* membentuk landasan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham yang berarti memaksimalkan nilai perusahaan. Ross *et al.* (2010:294) menyatakan semakin besar hasil pengembalian yang diharapkan maka risiko yang dihadapi oleh investor juga semakin tinggi. Manajer harus mengetahui risiko untuk

mempertimbangkan pengambilan keputusan pendanaan. Penelitian mengenai pengaruh risiko bisnis terhadap nilai perusahaan dilakukan oleh Suharli (2005) yang menyatakan risiko bisnis dapat meningkatkan harga saham. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian kesebelas, yaitu :

H₁₁ : Risiko bisnis berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

3.2.12 Pengaruh Struktur Aset Terhadap Nilai Perusahaan

Teori *signalling* menyatakan semakin besar ukuran suatu perusahaan yang diukur dengan total aktiva, dan semakin meningkat total aset tetap yang dimiliki perusahaan dapat memperbesar skala perusahaan. Kondisi tersebut menjadi penyebab atas naiknya harga saham perusahaan di pasar modal karena investor memiliki ekspektasi yang besar terhadap perusahaan. Peningkatan permintaan saham perusahaan akan dapat memacu pada peningkatan harga saham di pasar modal. Peningkatan tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dianggap memiliki nilai yang lebih besar.

Manu *et al.* (2014) mengungkapkan ketika suatu perusahaan memiliki total aktiva yang besar maka persepsi investor ialah perusahaan tersebut memiliki harta atau aset yang dapat dikelola untuk menghasilkan keuntungan yang sehingga investor berminat untuk berinvestasi pada saham perusahaan tersebut. Ketika semakin banyak investor yang berinvestasi pada saham perusahaan tersebut dapat membuat harga saham perusahaan tersebut meningkat. Penelitian mengenai pengaruh struktur aset terhadap nilai perusahaan dilakukan oleh Manu *et al.* (2014) yang menyatakan struktur aset meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dimunculkan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian kedua belas, yaitu :

H₁₂ : Struktur aset berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

3.2.13 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Menurut *agency theory*, pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan dapat menimbulkan konflik keagenan. Konflik keagenan ini disebabkan kepentingan yang berbeda antara prinsipal dan agen dalam memaksimalkan kekayaannya masing-masing. Perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham mengakibatkan manajemen berperilaku curang dan tidak etis sehingga merugikan pemegang saham. Oleh karena itu diperlukan suatu mekanisme pengendalian yang dapat menyejajarkan perbedaan kepentingan antara manajemen dengan saham.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan ekuitas tetapi juga prosentase kepemilikan manajer dan institusi, artinya struktur kepemilikan juga menggambarkan kuantitas saham yang dimiliki oleh publik, *insider* dan *outsider ownership*. Menurut Jensen dan Meckling, manajer yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat. Solihah dan Taswan (2002), Supriyanto *et al.* (2004), serta Wahyudi dan Prasetyaning (2006) menyatakan kepemilikan manajerial meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dapat dirumuskan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian ketiga belas yaitu:

H₁₃: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

3.2.14 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan

Agency theory menyatakan pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan dapat menimbulkan konflik keagenan. Konflik keagenan ini disebabkan kepentingan yang berbeda antara prinsipal dan agen untuk memaksimalkan kekayaannya masing-masing. Perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham mengakibatkan manajemen

berperilaku curang dan tidak etis sehingga merugikan pemegang saham. Oleh karena itu diperlukan suatu mekanisme pengendalian yang dapat mensejajarkan perbedaan kepentingan antara manajemen dengan saham.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan variabel di dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan ekuitas tetapi juga oleh prosentase kepemilikan manajer dan institusional, artinya struktur kepemilikan juga menggambarkan kuantitas saham yang dimiliki oleh publik, *insider* dan *outsider ownership*. Jensen dan Meckling juga mengungkapkan semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka semakin kuat tingkat pengendalian yang dilakukan oleh pihak eksternal terhadap perusahaan, sehingga *agency cost* yang terjadi di dalam perusahaan semakin berkurang dan nilai perusahaan juga dapat semakin meningkat.

Cho (1998) menyatakan pemegang saham institusi biasanya memiliki proporsi kepemilikan yang besar dalam perusahaan. Sebagai pihak mayoritas pemegang saham institusional memiliki hak yang besar atas kendali perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin besar prosentase pemegang saham institusional akan semakin besar *leverage*. Hal ini dikarenakan pemegang saham menghendaki ada pihak ketiga yang ikut mengawasi kinerja manajemen yakni *debtholder*.

Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) mengungkapkan kepemilikan institusional mempunyai arti penting dalam memonitor kinerja manajemen. Investor institusional dapat disubstitusikan untuk melaksanakan fungsi *monitoring* dan mendisiplinkan penggunaan utang dalam struktur modal. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien fungsi *monitoring* terhadap manajemen dalam pemanfaatan aset perusahaan, serta mencegah pemborosan oleh manajemen. Penelitian mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dilakukan oleh Nuraina (2012), yang menyimpulkan kepemilikan institusi meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka dapat

dirumuskan hipotesis yang akan menjawab tujuan penelitian keempat belas yaitu :

H₁₄: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

3.2.15 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Teori *signalling* menyatakan pendanaan dengan utang dianggap sebagai sinyal positif sehingga investor tertarik berinvestasi di perusahaan tersebut. Manajer menemukan adanya kesempatan investasi yang menguntungkan dan memerlukan adanya tambahan pendanaan. Manajer percaya bahwa prospek perusahaan ke depannya sangat bagus yang diindikasikan dengan harga saham perusahaan saat ini. Hal ini mengakibatkan harga saham akan menurun, *underwriting cost* (menerbitkan saham) tinggi sehingga pendanaan dengan penerbitan saham baru sangat mahal dibandingkan dengan penggunaan utang.

Hermuningsih (2013) menyatakan ketika manajer memiliki keyakinan kuat atas prospek perusahaan ke depan dan ingin agar harga saham meningkat, maka manajer menggunakan utang sebagai sinyal yang lebih dapat dipercaya oleh calon investor. Bagi pemegang saham pendanaan dengan utang dapat mengendalikan penggunaan dana kas secara bebas dan berlebihan oleh pihak manajemen. Peningkatan kontrol ini dapat meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin dari peningkatan harga saham. Penelitian mengenai pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dilakukan oleh Chandra (2007), Mas'ud (2008), dan Hermuningsih (2013) yang menyatakan struktur modal meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan teori dan pendapat peneliti sebelumnya maka hipotesis yang diajukan untuk menjawab tujuan penelitian kelima belas yaitu :

H₁₅: Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

BAB 4

METODE PENELITIAN

4.1 Rancangan Penelitian

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. Secara khusus, penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap struktur modal serta menguji pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan struktur modal terhadap nilai perusahaan pertambangan di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014.

4.2 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini ialah perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan anggota populasi berjumlah 36 perusahaan. Sampel dipilih menggunakan teknik *purposive sampling*, yaitu sampel perusahaan ditentukan berdasarkan kriteria yang sesuai dengan tujuan penelitian. Kriteria yang dimaksud ialah :

- a) Perusahaan pertambangan di BEI yang telah terdaftar (*listing*) selama tahun 2008-2014.
- b) Perusahaan pertambangan di BEI yang membukukan *earning before interest and tax* (EBIT) positif selama tahun 2008-2014.

Berdasarkan kriteria tersebut, jumlah sampel penelitian adalah 11 perusahaan yang dapat dilihat pada tabel di bawah ini :

Tabel 4.1 Proses Penentuan Sampel

Jumlah Anggota Populasi	36
Perusahaan pertambangan di BEI yang baru <i>listing</i> tahun 2008-2014.	(10)
Perusahaan pertambangan di BEI yang menderita rugi (<i>loss</i>) tahun 2008-2014.	(15)
Jumlah Perusahaan Yang Memenuhi Kriteria	11

Berdasarkan Tabel 4.1 di atas, jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian sebanyak 11 perusahaan selama tahun 2008-2014, sehingga jumlah sampel yang diteliti sebanyak 77 observasi (11 perusahaan x 7 tahun). Daftar perusahaan pertambangan yang menjadi sampel penelitian ditunjukkan pada Lampiran 1.

4.3 Definisi Operasional

Variabel yang akan diteliti terdiri atas variabel dependen dan variabel independen, yaitu :

1. Variabel dependen ialah variabel tidak bebas yang keberadaannya dipengaruhi oleh variabel independen. Penelitian ini menggunakan dua model sehingga terdapat dua variabel dependen. Model 1 menggunakan variabel dependen berupa struktur modal, sedangkan variabel dependen pada model 2 adalah nilai perusahaan.
 - a) Struktur modal merupakan komposisi pendanaan antara utang jangka panjang dan ekuitas. Pada penelitian ini struktur modal menggunakan simbol DEBT. Proksi yang digunakan untuk mengukur struktur modal yaitu *debt to asset ratio* (DAR). DAR mengukur proporsi total aset yang didanai oleh kreditur perusahaan. Penggunaan total aset mengacu pada penelitian Wald (1999) yang menjelaskan bahwa total aset lebih stabil dalam mengukur struktur modal perusahaan. Skala yang digunakan yaitu skala rasio.
 - b) Nilai perusahaan dapat diartikan sebagai 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). Pada penelitian ini nilai perusahaan diberi simbol VALUE. Proksi yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan yaitu *price earning ratio* (PER). PER digunakan untuk menilai kepemilikan saham. PER mengukur kemampuan investor dalam membayar harga suatu saham untuk memperoleh pendapatan. Rasio ini menunjukkan tingkat kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan di masa depan (Gitman dan Zutter, 2012:82). Skala yang digunakan adalah skala rasio.

2) Variabel Independen ialah variabel yang memengaruhi keberadaan variabel dependen. Penelitian ini menggunakan tujuh variabel independen yang diuraikan sebagai berikut :

a) Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan mendapatkan keuntungan dari operasional perusahaan selama periode tertentu (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Pada penelitian ini profitabilitas diberi simbol PROFT. Proksi yang digunakan untuk mengukur profitabilitas adalah *return on asset* (ROA). ROA berfungsi untuk mengukur keefektifan manajemen dalam menghasilkan laba berdasar pada aset yang dimiliki perusahaan (Gitman dan Zutter, 2012:81). Penggunaan proksi ini mengikuti proksi yang digunakan oleh Kester (1986), Wald (1999), Booth *et al.* (2001), Chen (2004), serta Huang dan Song (2006). Skala yang digunakan yaitu skala rasio.

b) Ukuran Perusahaan

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). Pada penelitian ini ukuran perusahaan diberi simbol SIZE. Proksi yang digunakan untuk menghitung ukuran perusahaan ialah logaritma

natural dari total aset. Total aset dipilih sebagai proksi ukuran perusahaan dengan mempertimbangkan bahwa nilai aset relatif lebih stabil dibandingkan dengan nilai *market capitalized* dan total penjualan (Sudarmadji dan Sularto, 2007). Penggunaan logaritma dimaksudkan untuk mengurangi fluktuasi nilai total aset masing-masing perusahaan. Proksi yang digunakan ini mengikuti Homaifar *et al.* (1994), Krishnan dan Moyers (1997), Wald (1999), Booth *et al.* (2001), dan Chen (2004). Skala yang digunakan yaitu skala rasio.

c) Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan merupakan kenaikan jumlah penjualan yang dihasilkan oleh suatu perusahaan tiap periode tertentu (Kesuma, 2009). Pada penelitian ini pertumbuhan penjualan diberi simbol GROWTH. Proksi yang digunakan untuk mengukur pertumbuhan penjualan ialah perubahan tingkat penjualan tiap tahun. Penjualan mencerminkan tingkat produktivitas perusahaan sehingga peningkatan penjualan mencerminkan peningkatan penerimaan. Perusahaan dengan tingkat penjualan yang relatif stabil berarti memiliki *cash flow* yang relatif stabil. Semakin stabil tingkat penjualan perusahaan, semakin mampu perusahaan untuk memenuhi kewajibannya (Amirya, 2008 dan Yuliani *et al.*, 2014). Proksi yang digunakan mengikuti Krishnan dan Moyers (1997), Wald (1999), Pandey (2001), serta Huang dan Song (2006). Skala yang digunakan yaitu skala rasio.

d) Risiko Bisnis

Risiko bisnis merupakan risiko yang berkaitan dengan proyeksi tingkat pengembalian aktiva dari suatu perusahaan di masa depan (Brigham dan Houston, 2007:439). Pada penelitian ini risiko bisnis diberi simbol BRISK. Proksi yang digunakan untuk mengukur risiko bisnis yaitu volatilitas pendapatan (*earning volatility*). *Earning volatility* dapat merefleksikan adanya risiko bisnis dan dapat digunakan sebagai proksi adanya *financial distress* (Huang dan Song,

2006). Proksi yang digunakan tersebut mengikuti Bradley *et al.* (1984), Homaifar *et al.* (1994), Wald (1999), Booth *et al.* (2001), serta Huang dan Song (2006). Skala yang digunakan yaitu skala rasio.

e) Struktur Aset

Struktur aset merupakan perbandingan antara aktiva tetap dan total aktiva (Weston dan Brigham, 2005:175). Aset tetap dapat digunakan sebagai jaminan atas hutang perusahaan (Krishnan dan Moyers, 1997). Pada penelitian ini struktur aset diberi simbol ASSET. Proksi yang digunakan mengikuti Rajan dan Zingales (1995), Krishnan dan Moyers (1997), Huang dan Song (2006), serta de Jong *et al.* (2008). Skala yang digunakan yaitu skala rasio.

f) Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial ialah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan yakni direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002). Pada penelitian ini kepemilikan manajerial diberi simbol MOWN. Kepemilikan manajerial menggunakan variabel *dummy*. Mahadwarta (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.

7. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan persentase kepemilikan saham pihak eksternal (non manajemen) atas saham perusahaan seperti pihak bank, asuransi, atau institusi lain (Wahidahwati, 2002). Pada penelitian ini kepemilikan manajerial diberi simbol INST. Proksi yang digunakan untuk mengukur kepemilikan institusional yaitu persentase saham yang dimiliki oleh institusi dan kepemilikan oleh *blockholder*, yaitu kepemilikan individu atas nama perorangan yang melebihi 5%

tetapi tidak termasuk kedalam golongan kepemilikan *insider* (manajerial). Agrawal dan Knouber (1996) menggunakan kepemilikan *blockholder* untuk mengukur kepemilikan institusional. Skala yang digunakan yaitu skala rasio.

4.4 Batasan Penelitian

Batasan penelitian bertujuan untuk memfokuskan penelitian agar sesuai dengan tujuan penelitian yang ingin dicapai, yaitu :

1. Penelitian ini berfokus pada faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal dan nilai perusahaan, serta difokuskan pada perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2014.
2. Analisis masalah pada penelitian ini dibatasi pada pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap struktur modal dan serta pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan struktur modal terhadap nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2014.

4.5 Jenis Data dan Prosedur Pengambilan Data

Data yang digunakan merupakan data sekunder yang berupa laba sebelum bunga dan pajak, total aset, total penjualan, total hutang jangka panjang, harga saham, laba bersih, jumlah saham beredar dan persentase kepemilikan institusional. Data-data tersebut bersumber dari laporan tahunan serta laporan keuangan yang telah diaudit dan dipublikasikan di BEI selama tahun 2008-2014.

Pengumpulan data yang digunakan pada penelitian ini yaitu metode dokumentasi. Metode dokumentasi dilakukan dengan cara mengumpulkan data-data keuangan yang berasal dari laporan tahunan atau laporan keuangan yang telah diaudit dan dipublikasikan yang sesuai dengan tujuan penelitian.

4.6 Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan disesuaikan dengan tujuan penelitian. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap struktur modal dan menganalisis pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional serta struktur modal nilai perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2014.

4.6.1 Penentuan Nilai Variabel

Formulasi yang digunakan untuk menghitung variabel penelitian yaitu :

- a) Profitabilitas menggunakan proksi *return on asset* (ROA). ROA dihitung dari perbandingan laba sebelum bunga dan pajak terhadap total aset perusahaan selama satu tahun.

$$\text{Return On Asset (ROA)} = \frac{\text{Earning Before Interest and Tax (EBIT)}}{\text{Total Asset}}$$

- b) Ukuran perusahaan menggunakan proksi logaritma natural dari total aset. Total aset dinyatakan dalam bentuk milyaran rupiah yang kemudian dihitung nilai logaritma naturalnya.

$$\text{Firm Size} = \text{Natural Logarithma (Ln) of Total Asset}$$

- c) Pertumbuhan perusahaan menggunakan proksi pertumbuhan penjualan. Pertumbuhan penjualan dihitung dari selisih penjualan periode saat ini (t) dan periode sebelumnya (t-1) terhadap penjualan periode sebelumnya (t-1).

$$\text{Sales Growth} = \frac{\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}}{\text{sales}_{t-1}}$$

- d) Risiko laba menggunakan proksi volatilitas pendapatan. Volatilitas pendapatan dihitung menggunakan deviasi standar dari nilai *Return On Asset* (ROA) yang diukur selama 7 tahun terakhir.

$$\text{Earning Volatility} = \text{standart deviation of ROA}$$

- e) Struktur aset dihitung dari perbandingan aset tetap terhadap total aset perusahaan selama satu tahun.

$$\text{Asset Structure} = \frac{\text{Fixed Asset}}{\text{Total Asset}}$$

- f) Kepemilikan manajerial menggunakan variabel *dummy*, yaitu :

D = 1 untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial

D = 0 untuk perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial

- g) Kepemilikan institusional dihitung dari total saham institusi dan saham *blockholders* (saham individu yang melebihi 5%) selama satu tahun, terhadap jumlah saham yang beredar, dinyatakan dalam bentuk persentase.

$$\text{Institutional ownership} = \frac{\text{Institutional shares} + \text{blockholders shares}}{\text{Number of Share Outstanding}}$$

- h) Struktur modal menggunakan proksi *debt to asset ratio* (DAR). DAR dihitung dari perbandingan jumlah utang jangka panjang terhadap total aset perusahaan selama satu tahun.

$$\text{Debt to Asset Ratio (DAR)} = \frac{\text{Long Term Debt}}{\text{Total Asset}}$$

- i) Nilai Perusahaan menggunakan proksi *price earning ratio* (PER). Nilai PER dihitung dari perbandingan harga saham penutupan akhir tahun terhadap *earning per share* (EPS). EPS merupakan perbandingan laba bersih selama satu tahun terhadap jumlah saham yang beredar.

$$\text{Price Earning Ratio (PER)} = \frac{\text{Market price per share of common stock}}{\text{Earning per share}}$$

4.6.2 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi data yang dilihat dari nilai rata-rata, deviasi standar, varian, maksimum, minimum, *sum*, *range*, kurtosis dan *skewness* (kemencengan distribusi). Selain itu statistik deskriptif juga dapat menjelaskan bagaimana kondisi internal perusahaan berdasarkan pencapaian maksimum dan minimum dari aktivitas operasional perusahaan (Ghozali, 2007:19).

4.6.3 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*. Caranya dengan menentukan terlebih dahulu hipotesis pengujian, yaitu :

H_0 : data tidak berdistribusi normal.

H_a : data berdistribusi normal.

Selanjutnya menentukan kriteria pengambilan keputusan, yaitu :

- a) Jika *p-value* \leq 5%, H_0 diterima.
- b) Jika *p-value* $>$ 5%, H_0 ditolak.

4.6.4 Uji Asumsi Klasik

Uji penyimpangan asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui penyimpangan yang terjadi pada data penelitian. Uji asumsi klasik dilakukan agar model regresi bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimated*). Uji asumsi klasik yang digunakan pada penelitian ini yaitu uji multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas yang secara rinci dapat dijelaskan sebagai berikut :

a. Uji Multikolinieritas

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

Pada penelitian ini deteksi multikolinieritas menggunakan nilai *Tolerance* dan VIF (*Variance Inflation Factor*). *Tolerance* mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih dan tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Nilai *cut off* yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinearitas adalah nilai *Tolerance* 10 atau nilai VIF 10 (Ghozali, 2011:105-106). Caranya dengan menentukan hipotesis pengujian terlebih dahulu :

H_0 : terjadi multikolinearitas antar variabel independen.

H_a : tidak terjadi multikolinearitas antar variabel independen.

Selanjutnya menentukan kriteria pengambilan keputusan, yaitu :

a) Jika nilai VIF 10 atau nilai *Tolerance* 0,10, H_0 diterima.

b) Jika nilai VIF < 10 atau nilai *Tolerance* > 0,10, H_0 ditolak.

b. 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). Untuk mengetahui terjadi autokorelasi atau tidak, dilakukan pendeteksian terlebih dahulu, kemudian jika ditemukan autokorelasi, dilakukan tindakan untuk menghilangkan efek autokorelasi tersebut. Deteksi autokorelasi pada penelitian ini menggunakan *Durbin Watson Test*. Caranya ialah menentukan terlebih dahulu hipotesis pengujian, yaitu :

H_0 : $= 0$: tidak terjadi autokorelasi.

$H_{a.1}$: > 0 : terjadi positif autokorelasi.

$H_{a.2}$: < 0 : terjadi negatif autokorelasi.

Keputusan ada tidaknya autokorelasi dilakukan dengan menetapkan nilai batas bawah (dL) dan batas atas (dU), kemudian mengikuti ketentuan pengambilan keputusan, yaitu jika nilai DW berada pada :

a) $dU < DW < 4-dU$: H_0 diterima

b) $0 < DW < dL$: H_0 ditolak dan $H_{a.1}$ diterima

c) $4-dL < DW < 4$: H_0 ditolak dan $H_{a.2}$ diterima

d) $dL < DW < dU$ atau
 $4-dU < DW < 4-dL$: tidak ada keputusan

c. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji model regresi apakah terdapat ketidaksamaan varians dari residual tiap observasi. Model regresi yang memenuhi persyaratan ialah kesamaan varians dari residual tiap observasi tetap atau disebut homoskedastisitas. Untuk mengetahui ada tidaknya heteroskedastisitas dilakukan pendeteksian terlebih dahulu, kemudian jika heteroskedastisitas terjadi, baru dilakukan tindakan untuk menghilangkan efek

heteroskedastisitas. Pada penelitian ini deteksi heteroskedastisitas menggunakan *Glejser Test*. Caranya menentukan terlebih dahulu hipotesis pengujian, yaitu :

H_0 : model regresi terjadi heteroskedastisitas.

H_a : model regresi tidak terjadi heteroskedastisitas.

Selanjutnya menentukan kriteria pengambilan keputusan yaitu :

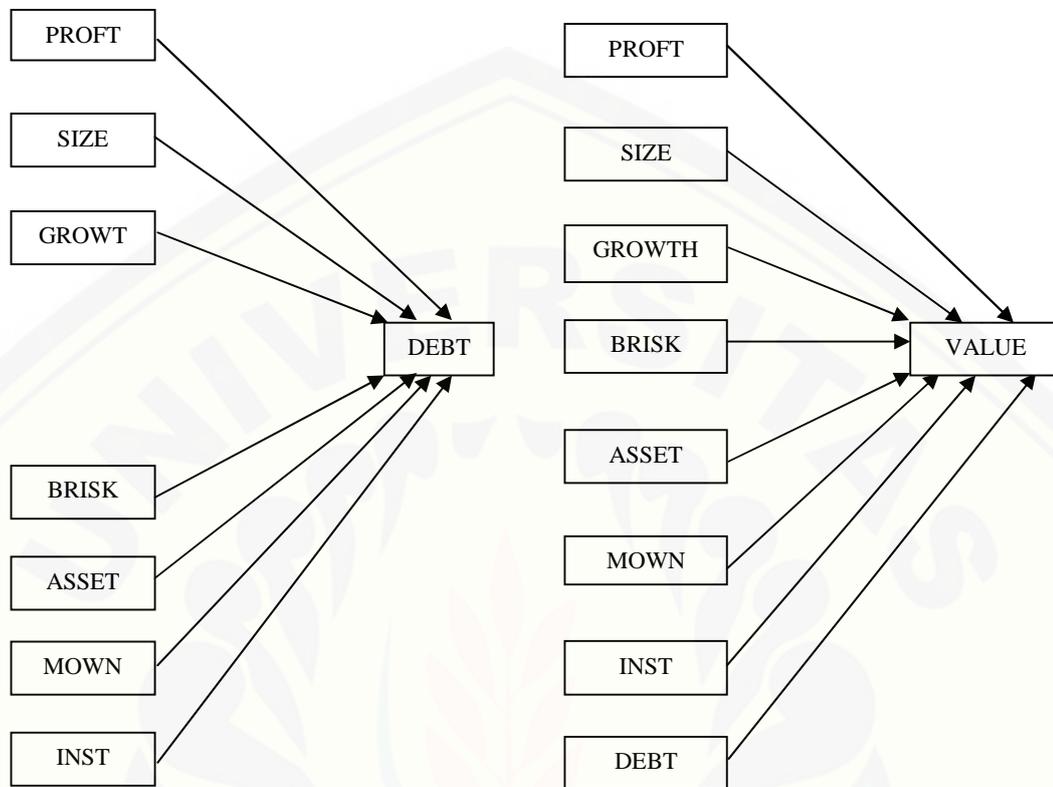
- a) Bila $p\text{-value} \leq \alpha$, H_0 diterima
- b) Bila $p\text{-value} > \alpha$, H_0 ditolak.

4.6.5 Analisis Regresi Berganda

Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi berganda. Regresi berganda menurut Gujarati (2004:213) ialah hubungan atau pengaruh dua atau lebih variabel independen terhadap satu variabel dependen. Pada penelitian ini terdapat dua model regresi yang dianalisis menggunakan regresi berganda, yaitu model satu menganalisis pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap struktur modal. Model dua menganalisis pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan struktur modal terhadap nilai perusahaan. Menurut Gujarati asumsi-asumsi pada model regresi linier berganda adalah sebagai berikut :

1. Model regresinya adalah linier.
2. Nilai rata-rata dari *error* adalah nol.
3. Variansi dari *error* adalah konstan (homoskedastitas).
4. Tidak terjadi autokorelasi pada *error*.
5. Tidak terjadi multikolinieritas pada variabel bebas.
6. *Error* berdistribusi normal.

Model regresi yang dikembangkan dalam penelitian ini ditampilkan pada gambar dibawah ini :



Gambar 4.1. Model Regresi Berganda

Keterangan :

- PROFIT : Profitabilitas
- SIZE : Ukuran Perusahaan
- GROWTH : Pertumbuhan Perusahaan
- BRISK : Risiko Bisnis
- ASSET : Struktur Aset
- MOWN : Kepemilikan Manajerial
- INST : Kepemilikan Institusional
- DEBT : Struktur Modal
- VALUE : Nilai Perusahaan

Berdasarkan Gambar 4.1, dapat dibentuk persamaan strukturalnya sebagai berikut :

Model 1 : Pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap struktur modal.

$$DEBT_{it} = b_0 - b_1 PROFIT_{it} + b_2 SIZE_{it} + b_3 GROWTH_{it} - b_4 BRISK_{it} + b_5 ASSET_{it} - b_6 MOWN_{it} - b_7 INST_{it} + e_{it}$$

Model 2 : Pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan struktur modal terhadap nilai perusahaan

$$VALUE_{it} = b_0 + b_1 PROFIT_{it} + b_2 SIZE_{it} + b_3 GROWTH_{it} + b_4 BRISK_{it} + b_5 ASSET_{it} + b_6 MOWN_{it} + b_7 INST_{it} + b_8 DEBT_{it} + e_{it}$$

4.7 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 (Ghozali, 2011: 97).

a. Uji Statistik t

Uji statistik t digunakan untuk menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individu dalam menerangkan variasi variabel dependen. Variabel independen secara individu dikatakan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen apabila *p-value* lebih kecil atau sama dengan tingkat signifikansi (Ghozali, 2011:98). Untuk melakukan uji t dengan cara :

1) menentukan hipotesis yang akan diuji, yaitu :

$H_{0.1} : b_1 = 0$: profitabilitas tidak berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

$H_{a.1} : b_1 < 0$: profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

$H_{0.2} : b_2 = 0$: ukuran perusahaan tidak berpengaruh positif terhadap struktur modal.

$H_{a.2} : b_2 < 0$: ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

$H_{0.3} : b_3 = 0$: pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh positif terhadap struktur modal.

$H_{a.3} : b_3 < 0$: pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

$H_{0.4} : b_4 = 0$: risiko bisnis tidak berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

$H_{a.4} : b_4 < 0$: risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

$H_{0.5} : b_5 = 0$: struktur aset tidak berpengaruh positif terhadap struktur modal.

$H_{a.5} : b_5 < 0$: struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal.

$H_{0.6} : b_6 = 0$: kepemilikan manajerial tidak berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

$H_{a.6} : b_6 < 0$: kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

$H_{0.7} : b_7 = 0$: kepemilikan institusional tidak berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

$H_{a.7} : b_7 < 0$: kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

- $H_{0.8} : b_8 = 0$: profitabilitas tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- $H_{a.8} : b_8 < 0$: profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- $H_{0.9} : b_9 = 0$: ukuran perusahaan tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- $H_{a.9} : b_9 < 0$: ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- $H_{0.10} : b_{10} = 0$: pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- $H_{a.10} : b_{10} < 0$: pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- $H_{0.11} : b_{11} = 0$: risiko bisnis tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- $H_{a.11} : b_{11} < 0$: risiko bisnis berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- $H_{0.12} : b_{12} = 0$: struktur aset tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- $H_{a.12} : b_{12} < 0$: struktur aset berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- $H_{0.13} : b_{13} = 0$: kepemilikan manajerial tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- $H_{a.13} : b_{13} < 0$: kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- $H_{0.14} : b_{14} = 0$: kepemilikan institusional tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- $H_{a.14} : b_{14} < 0$: kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

$H_{0.15} : b_{15} = 0$: struktur modal tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

$H_{a.15} : b_{15} < 0$: struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2) menentukan *level of significance* () pada tingkat tertentu,

3) menentukan kriteria pengambilan keputusan, yaitu :

Apabila nilai probabilitas signifikansi $\geq \alpha$, H_0 diterima.

Apabila nilai probabilitas signifikansi $< \alpha$, H_0 ditolak.

c. Koefisien determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) bertujuan mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sangat terbatas. Nilai R^2 yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2011:97). Koefisien determinasi dapat dicari dengan rumus (Gujarati, 2004:84):

$$R^2 = \frac{ESS}{TSS} \text{ atau } R^2 = 1 - \frac{RSS}{TSS}$$

Keterangan :

R^2 : koefisien determinasi

ESS : jumlah kuadrat yang dijelaskan (*explained sum of square*)

TSS : total jumlah kuadrat residual (*total sum of square*)

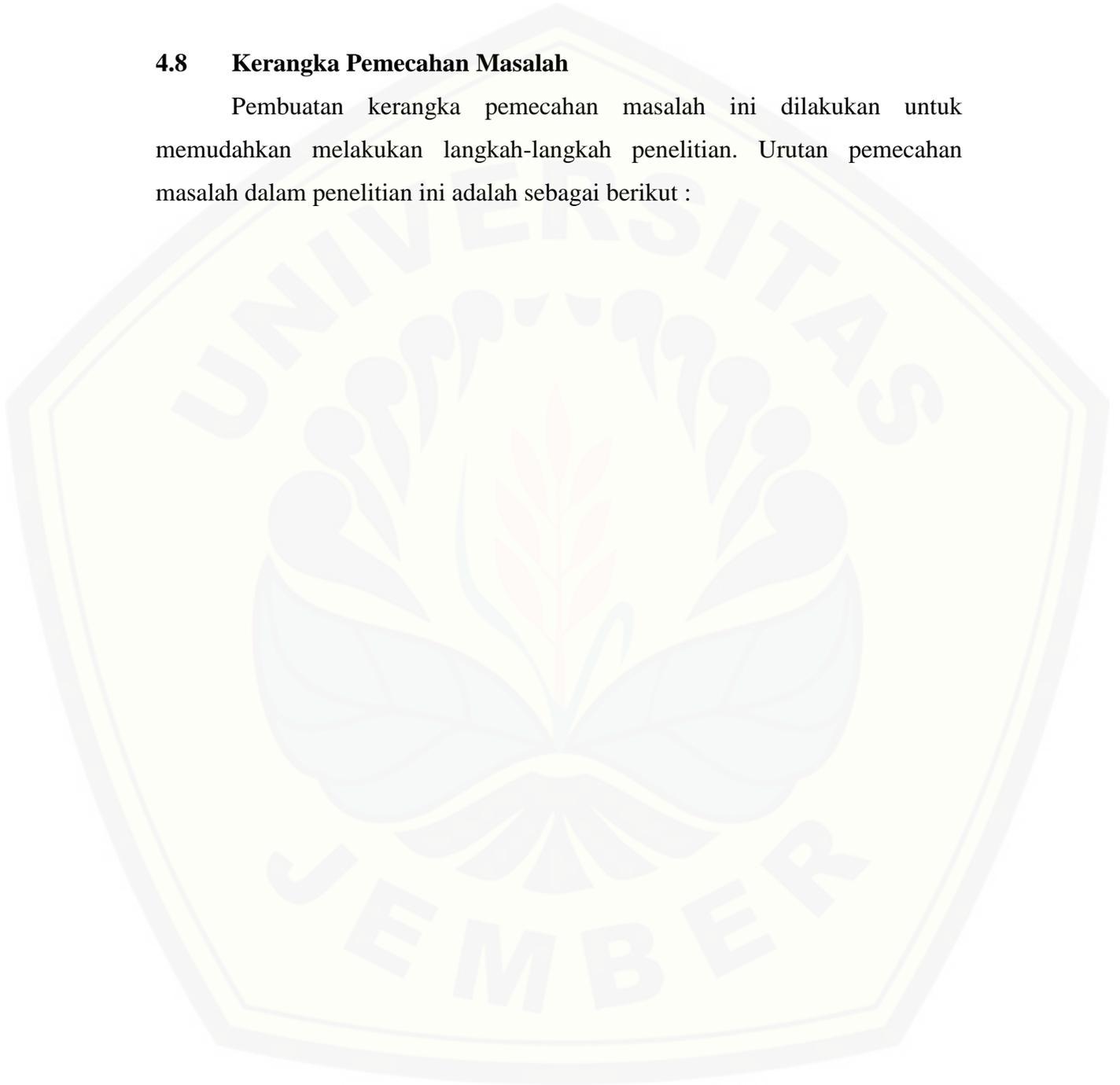
RSS : jumlah kuadrat residual (*residual sum of square*)

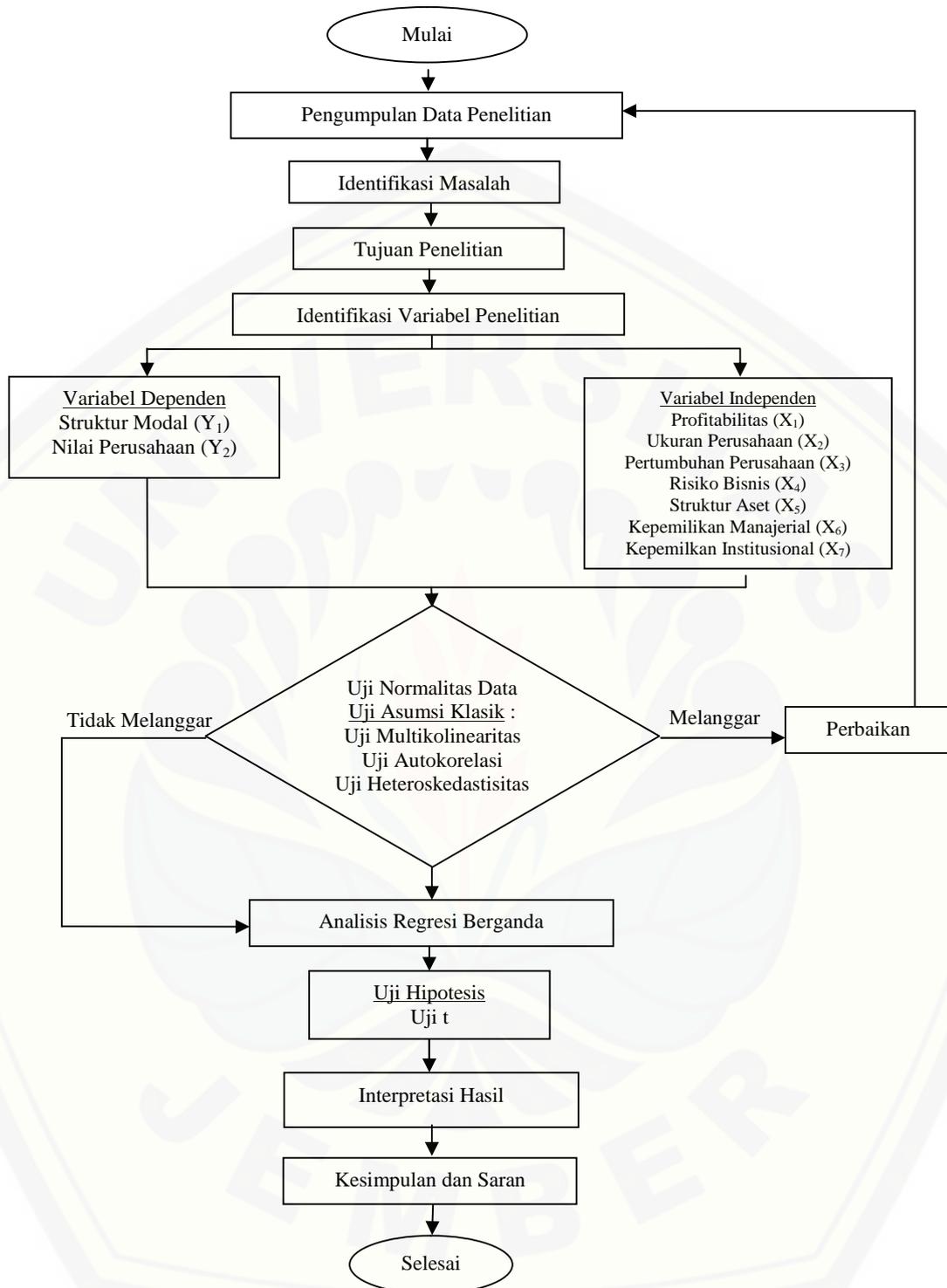
Namun kelemahan menggunakan koefisien determinasi ialah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan dalam penelitian. Setiap tambahan satu variabel independen, maka nilai R^2 pasti meningkat

sehingga banyak peneliti menganjurkan untuk menggunakan nilai *Adjusted R²* pada saat penelitian, karena nilai *Adjusted R²* dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam penelitian (Ghozali, 2011:97).

4.8 Kerangka Pemecahan Masalah

Pembuatan kerangka pemecahan masalah ini dilakukan untuk memudahkan melakukan langkah-langkah penelitian. Urutan pemecahan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :





Gambar 4.2 Kerangka Pemecahan Masalah

Keterangan :

1. *Start*, tahapan awal penelitian dilakukan.
2. Pengumpulan data penelitian berupa laporan keuangan (*financial statement*) perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2008 hingga 2014. Selain laporan keuangan, pengumpulan data juga berupa berita atau fenomena yang terjadi pada sektor pertambangan di Indonesia serta pengumpulan beberapa jurnal penelitian yang digunakan sebagai rujukan penelitian.
3. Identifikasi masalah yaitu merumuskan masalah penelitian berdasarkan *research gap* dan bukti empiris.
4. Merumuskan tujuan penelitian dilakukan untuk menegaskan tujuan dilakukannya penelitian ini. Selain itu juga bermanfaat untuk membatasi permasalahan yang akan diteliti.
5. Mengidentifikasi variabel yang akan diteliti untuk mengetahui atribut apa yang akan diteliti, serta menggolongkannya menjadi variabel yang memengaruhi atau variabel yang dipengaruhi. Penelitian ini menggunakan struktur modal dan nilai perusahaan sebagai variabel yang dipengaruhi atau variabel dependen (Y), serta variabel yang memengaruhi atau variabel independen (X) yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional.
6. Melakukan uji normalitas dan uji asumsi klasik untuk memperoleh kriteria BLUE (*best, linear, unbiased, estimator*). Apabila model analisis melanggar uji asumsi klasik maka dilakukan perbaikan yang menghasilkan model analisis baru.
7. Melakukan analisis regresi berganda untuk mengetahui pengaruh profitabilitas (X_1), ukuran perusahaan (X_2), pertumbuhan perusahaan (X_3), risiko bisnis (X_4), struktur aset (X_5), kepemilikan manajerial (X_6), kepemilikan institusional (X_7) terhadap struktur modal (Y_1), dan terhadap nilai perusahaan (Y_2).

8. Melakukan uji hipotesis menggunakan uji t. Uji t untuk menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individu dalam menerangkan variasi variabel dependen. Selain itu dibutuhkan juga koefisien determinasi (R^2) untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen.
9. Melakukan interpretasi hasil atau pembahasan hasil penelitian, apakah variabel penelitian yang diteliti mampu membuktikan teori struktur modal dan nilai perusahaan yang telah dikemukakan oleh beberapa ahli sebelumnya.
10. Menyimpulkan hasil penelitian sesuai dengan tujuan penelitian yang ingin dicapai. Serta memberikan beberapa saran kepada peneliti selanjutnya terkait dengan keterbatasan penelitian ini.
11. *Stop*, penelitian selesai dilakukan.

BAB 5

ANALISIS HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

5.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Pertambangan merupakan rangkaian kegiatan dimulai dari pencarian, penambangan (penggalian), pengolahan, pemanfaatan, hingga penjualan bahan galian (mineral, batubara, dan migas) bernilai ekonomis. Industri pertambangan dikenal sebagai industri yang memiliki risiko tinggi baik risiko operasional maupun risiko finansial. Indonesia telah dikenal dunia memiliki sumberdaya dan cadangan mineral logam yang besar. Indonesia memiliki predikat sebagai produsen batubara muda terbesar kedua di dunia dan ketujuh untuk produsen batubara keras di dunia. Nilai industri pertambangan Indonesia diperkirakan mencapai US\$147 miliar secara riil pada tahun 2015. Produk yang dihasilkan dari industri pertambangan sangat beragam antara lain minyak bumi, gas bumi, batubara, dan lain sebagainya.

Industri pertambangan mulai berdiri tahun 1938 dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 1990. Perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI mengalami peningkatan selama 10 tahun terakhir, hal ini terlihat pada grafik di bawah ini :



Gambar 5.1 Perkembangan Emiten Pertambangan

Sumber : Bursa Efek Indonesia

Berdasarkan Gambar 5.1, perkembangan emiten pertambangan mengalami peningkatan setiap tahun hingga pada tahun 2014 perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI berjumlah 36 perusahaan. Perusahaan pertambangan di BEI termasuk dalam papan utama. Papan utama ditujukan bagi perusahaan tercatat yang berskala besar khususnya dalam nilai aktiva bersih (*net tangible asset*) minimal sebesar Rp100 miliar. Sektor pertambangan di BEI memiliki 4 subsektor diantaranya batu bara, minyak dan gas bumi, logam dan mineral serta lain-lain.

Penelitian ini dilakukan di sektor pertambangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2014. Sektor pertambangan merupakan salah satu sektor yang diminati oleh investor karena memberikan *return* yang tinggi. Namun fenomena yang terjadi selama tahun 2014 hingga 2015 kinerja saham sektor pertambangan mengalami penurunan. Penurunan ini salah satunya merupakan dampak dari kebijakan larangan ekspor yang diterapkan oleh pemerintah. Pemerintah menetapkan Peraturan Pemerintah No. 1 Tahun 2014 tentang larangan bagi perusahaan tambang di Indonesia untuk mengekspor bahan tambang mentah mulai Januari 2014. Kebijakan larangan ekspor yang dilakukan oleh pemerintah sebagai tindakan lanjut dari pemberlakuan Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2009 tentang kewajiban seluruh perusahaan tambang membangun pabrik pengolahan dan pemurnian hasil tambang (*smelter*) di Indonesia karena dengan adanya proses pengolahan dan pemurnian bijih mineral di dalam negeri maka akan memberikan nilai tambah yang lebih untuk setiap jenis mineral.

5.2 Data Penelitian

Variabel independen penelitian ini yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional. Data yang digunakan berupa laba sebelum pajak, total aset, total penjualan, total aset tetap, persentase kepemilikan manajerial, dan persentase kepemilikan institusional yang tersedia

dalam laporan keuangan sesuai dengan periode penelitian 2008 hingga 2014. Data variabel independen ditunjukkan pada Lampiran 2.

Variabel dependen penelitian ini yaitu struktur modal dan nilai perusahaan. Data yang digunakan yaitu total hutang jangka panjang, total aset, harga saham, laba bersih, dan total saham yang beredar dari masing-masing perusahaan sampel. Data variabel dependen ditunjukkan pada Lampiran 2.

5.3 Analisis Hasil Penelitian

Berdasarkan tujuan dan hipotesis penelitian, penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi berganda. Tujuan penggunaan regresi berganda untuk mengetahui pengaruh dua atau lebih variabel independen terhadap variabel dependen.

5.3.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif bertujuan mendeskripsikan data penelitian berdasarkan nilai maksimum dan minimum, nilai rata-rata, serta deviasi standar. Penelitian ini menggunakan tujuh variabel independen yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional. Variabel dependen berupa struktur modal dan nilai perusahaan. Statistik deskriptif ditunjukkan pada tabel berikut :

Tabel 5.1 Statistik Deskriptif (n = 77)

Variabel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Deviasi Standar
PROFT (%)	0,1800	68,7000	16,1290	13,9570
SIZE (Rp.000)	109.355.092.689	82.078.129.743.000	12.800.612.431.022,9000	17.326.021.260.526,7000
GROWTH (%)	51,8000	501,4000	23,2055	65,8641
BRISK (Std.Dev.ROA)	7,2200	45,6400	7,7626	8,5468
ASSET (%)	6,0500	142,0400	57,7700	36,8285
INST (%)	2,2732	2,7183	2,6473	0,1244
DEBT (%)	2,9700	51,9800	19,8953	13,9305
VALUE (kali)	1,7931	162,7289	21,9348	25,1622

Sumber : Lampiran 4

Keterangan : PROFT = Profitabilitas, SIZE = Ukuran Perusahaan, GROWTH = Pertumbuhan Perusahaan, BRISK = Risiko Bisnis, ASSET = Struktur Aset, INST = Kepemilikan Institusional, DEBT = Struktur Modal, VALUE = Nilai Perusahaan.

Profitabilitas (PROFT) dinilai berdasarkan *return on asset* (ROA). Berdasarkan Tabel 5.1, ROA memiliki nilai terendah 0,18% sedangkan nilai tertinggi 68,70%. Artinya, selama periode pengamatan ROA terendah diperoleh PT. Citatah, Tbk tahun 2014 sebesar 0,18% dan ROA tertinggi diperoleh PT. Resource Alam Indonesia, Tbk tahun 2011 sebesar 68,70%. Nilai rata-rata ROA sebesar 16,13% sedangkan nilai deviasi standarnya sebesar 13,96%. Hal ini mengindikasikan penyebaran data yang cukup bagus karena nilai rata-rata lebih tinggi dari nilai deviasi standar.

Pada penelitian ini ukuran perusahaan (SIZE) dinilai berdasarkan total aset perusahaan. Artinya, selama periode penelitian, perusahaan pertambangan yang memiliki total aset terendah ialah PT. Mitra Investindo, Tbk tahun 2009 sebesar Rp109.355.092.689, sedangkan total aset tertinggi dimiliki oleh PT. Adaro, Tbk tahun 2013 sebesar Rp82.078.129.743.000. Nilai rata-rata total aset sebesar Rp12.800.612.431.022,9000, sedangkan nilai deviasi standarnya sebesar Rp17.326.021.260.526,7000. Artinya, penyebaran data yang kurang bagus karena nilai rata-rata lebih rendah dari nilai deviasi standar.

Pertumbuhan perusahaan (GROWTH) pada penelitian ini dinilai berdasarkan pertumbuhan penjualan setiap tahun. Berdasarkan Tabel 5.1, nilai GROWTH berkisar antara 51,80% dan 501,40%. Hal ini menunjukkan selama periode penelitian, perusahaan yang mengalami pertumbuhan penjualan paling rendah adalah PT. Medco Energy International, Tbk pada tahun 2009 sebesar 51,80%, sedangkan perusahaan yang mengalami pertumbuhan tertinggi adalah PT. Resource Alam Indonesia, Tbk tahun 2008 sebesar 501,40%. Rata-rata pertumbuhan perusahaan sebesar 23,20% dan deviasi standarnya sebesar 65,86% yang berarti penyebaran data kurang bagus karena nilai rata-rata lebih rendah dari nilai deviasi standar.

Risiko Bisnis (BRISK) memiliki nilai terendah sebesar 7,22% sedangkan nilai tertinggi sebesar 45,64%. Artinya, perusahaan yang memiliki risiko bisnis terendah adalah PT. Radiant Utama Interinsco, Tbk tahun 2013 sebesar 7,22%, sedangkan perusahaan yang dengan risiko bisnis tertinggi adalah PT. Indo Tambangraya Megah, Tbk tahun 2013 sebesar 45,64%. Rata-rata risiko bisnis sebesar 7,76% dengan nilai deviasi standarnya sebesar 8,55%. Artinya, penyebaran data yang kurang bagus karena nilai rata-rata lebih rendah dari nilai deviasi standar.

Struktur aset (ASSET) dinilai berdasarkan kepemilikan aset tetap terhadap jumlah aset perusahaan. Struktur aset memiliki nilai tertinggi sebesar 142,04% dan terendah sebesar 6,05%. Artinya, perusahaan yang memiliki aset tetap paling tinggi adalah PT. Vale Indonesia, Tbk tahun 2014 sebesar 142,04%, sedangkan perusahaan yang memiliki aset tetap paling rendah adalah PT. Medco Energy International, Tbk tahun 2014 sebesar 6,05%. Rata-rata nilai struktur aset sebesar 57,77% dan nilai deviasi standarnya sebesar 36,83%. Hal ini menunjukkan penyebaran data yang cukup bagus karena nilai rata-rata lebih tinggi dari nilai deviasi standar.

Kepemilikan institusional (INST) memiliki nilai tertinggi sebesar 2,71% dan terendah sebesar 2,27%. Selama periode penelitian, perusahaan dengan kepemilikan institusional tertinggi adalah PT. Medco Energy

International, Tbk pada tahun 2008-2014, sedangkan perusahaan dengan kepemilikan institusional terendah adalah PT. Adaro Energy, Tbk pada tahun 2008. Rata-rata kepemilikan institusional sebesar 2,65% dan deviasi standarnya sebesar 0,12%. Hal ini mengindikasikan penyebaran data yang cukup bagus karena nilai rata rata lebih tinggi dari nilai deviasi standar.

Pada penelitian ini struktur modal (DEBT) dinilai berdasarkan *debt to asset ratio* (DAR). Selama periode penelitian, perusahaan yang memiliki nilai DAR terendah adalah PT. Indo Tambangraya Megah, Tbk tahun 2011 sebesar 2,97%, sedangkan perusahaan yang memiliki nilai DAR tertinggi ialah PT. Medco Energy International, Tbk tahun 2012 sebesar 51,98%. Rata-rata nilai DAR sebesar 19,89% dengan nilai deviasi standarnya sebesar 13,93% yang artinya, penyebaran data yang cukup bagus karena nilai rata-rata lebih tinggi dari nilai deviasi standar.

Nilai perusahaan (VALUE) pada penelitian ini diukur berdasarkan *price earning ratio* (PER). Selama periode penelitian PER terendah dimiliki PT. Medco Energy International, Tbk tahun 2008 sebesar 1,79 kali, sedangkan PER tertinggi dimiliki oleh PT. Citatah, Tbk tahun 2013 sebesar 162,73 kali. Rata-rata PER adalah 21,93 kali dan nilai deviasi standarnya sebesar 25,16 kali. Hal ini mengindikasikan penyebaran data yang kurang bagus karena nilai rata rata lebih rendah dari nilai deviasi standar.

5.3.2 Uji Normalitas Data

Uji normalitas data penting dilakukan untuk mengetahui kenormalan nilai residual. Oleh karena itu uji normalitas data perlu dilakukan terlebih dahulu sebelum melakukan uji hipotesis. Deteksi normalitas pada penelitian ini menggunakan uji *Kolmogorov Smirnov*, dengan taraf signifikansi yang digunakan sebesar 5%. Caranya dengan menentukan terlebih dahulu hipotesis pengujian, yaitu :

H_0 : data tidak berdistribusi normal.

H_a : data berdistribusi normal.

Selanjutnya menentukan kriteria pengambilan keputusan :

- a) Jika $p\text{-value} < 5\%$, H_0 diterima.
- b) Jika $p\text{-value} > 5\%$, H_0 ditolak.

Berdasarkan uji normalitas data yang dilakukan diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 5.2 Uji Normalitas

	Residual 1 (Model 1) (Variabel Y = DEBT)	Residual 2 (Model 2) (Variabel Y = VALUE)
Kolmogorov-Smirnov	0,768	1,410
$p\text{-value}$	0,598	0,038
Keputusan	H_0 ditolak	H_0 diterima
Kesimpulan	Normal	Tidak Normal

Sumber : Lampiran 5

Keterangan : DEBT = Struktur Modal, VALUE = Nilai Perusahaan

Berdasarkan Tabel 5.2, $p\text{-value}$ variabel struktur modal sebesar 0,598 lebih tinggi dari taraf signifikansi 5% ($0,598 > 0,05$) sehingga dapat disimpulkan H_0 ditolak, artinya residual variabel struktur modal berdistribusi normal. $P\text{-value}$ variabel nilai perusahaan sebesar 0,038 lebih rendah dari taraf signifikansi 5% ($0,038 < 0,05$) sehingga dapat disimpulkan H_0 diterima yang berarti residual variabel nilai perusahaan tidak berdistribusi normal. Oleh karena itu data tersebut perlu diperbaiki dengan cara transformasi data.

Data penelitian yang tidak terdistribusi normal ditransformasi terlebih dahulu agar menjadi normal. Ghozali (2011:193) mengungkapkan untuk menormalkan residual, model regresi diubah dalam bentuk semi-log yaitu sebelah kanan persamaan yang berupa variabel dependen diubah menjadi bentuk logaritma natural (\ln) dan sebelah kiri persamaan yang berupa variabel independen tetap. Berikut ini hasil uji normalitas setelah dilakukan transformasi data :

Tabel 5.3 Uji Normalitas Setelah Transformasi Data

	Residual 3 (Variabel Y = LnVALUE)
Kolmogorov-Smirnov	0,830
<i>p-value</i>	0,496
Keputusan	H ₀ ditolak
Kesimpulan	Normal

Sumber : Lampiran 5

Keterangan : LnVALUE = nilai perusahaan setelah transformasi data

Tabel 5.3 menyajikan 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 H₀ ditolak yang berarti residual variabel LnVALUE berdistribusi normal.

5.3.3 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui penyimpangan yang terjadi pada data penelitian agar model regresi bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimated*). Asumsi klasik yang digunakan pada penelitian ini yaitu: uji multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas yang secara rinci dijelaskan sebagai berikut :

a. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan menguji korelasi antar variabel independen pada model regresi. Deteksi multikolinearitas yang digunakan ialah nilai *Tolerance* dan VIF (*Variance Inflation Factor*). *Tolerance* mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih dan tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Caranya dengan menentukan hipotesis penelitian terlebih dahulu :

H₀ : terjadi multikolinearitas antar variabel independen.

H_a : tidak terjadi multikolinearitas antar variabel independen.

Kriteria pengambilan keputusan :

a) Jika nilai VIF ≥ 10 atau nilai *Tolerance* $\leq 0,10$, H_0 diterima.

b) Jika nilai VIF < 10 atau nilai *Tolerance* $> 0,10$, H_0 ditolak

Uji multikolinearitas ditunjukkan pada tabel berikut :

Tabel 5.4 Uji Multikolinearitas

Variabel Independen	Y = DEBT			Y = LnVALUE		
	Tolerance	VIF	Kesimpulan	Tolerance	VIF	Kesimpulan
PROFT	0,421	2,377	Tidak terjadi multikolinearitas	0,406	2,466	Tidak terjadi multikolinearitas
SIZE	0,732	1,367	Tidak terjadi multikolinearitas	0,665	1,503	Tidak terjadi multikolinearitas
GROWTH	0,847	1,180	Tidak terjadi multikolinearitas	0,839	1,192	Tidak terjadi multikolinearitas
BRISK	0,692	1,445	Tidak terjadi multikolinearitas	0,683	1,465	Tidak terjadi multikolinearitas
ASSET	0,761	1,314	Tidak terjadi multikolinearitas	0,734	1,362	Tidak terjadi multikolinearitas
MOWN	0,533	1,875	Tidak terjadi multikolinearitas	0,371	2,693	Tidak terjadi multikolinearitas
INST	0,585	1,709	Tidak terjadi multikolinearitas	0,419	2,389	Tidak terjadi multikolinearitas
DEBT				0,328	3,046	Tidak terjadi multikolinearitas

Sumber : Lampiran 6

Keterangan : PROFT = Profitabilitas, SIZE = Ukuran Perusahaan, GROWTH = Pertumbuhan Perusahaan, BRISK = Risiko Bisnis, ASSET = Struktur Aset, INST = Kepemilikan Institusional, DEBT = Struktur Modal, VALUE = Nilai Perusahaan.

Tabel 5.4 menyajikan 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 dan Model 2.

b. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji model penelitian apabila terdapat korelasi antara *disturbance term* suatu observasi dengan observasi lainnya. Model regresi yang baik ialah regresi yang bebas autokorelasi. Deteksi autokorelasi pada penelitian ini menggunakan *Durbin Watson Test*. Caranya menentukan terlebih dahulu hipotesis pengujian, yaitu :

H_0 : $= 0$: tidak terjadi autokorelasi

$H_{a.1}$: > 0 : terjadi autokorelasi positif

$H_{a.2}$: < 0 : terjadi autokorelasi negatif

Keputusan ada tidaknya autokorelasi dilakukan dengan menetapkan nilai batas bawah (dL) dan batas atas (dU), kemudian mengikuti ketentuan, yaitu jika nilai DW berada pada :

- a) $dU < DW < 4-dU$: H_0 diterima
- b) $0 < DW < dL$: H_0 ditolak dan $H_{a.1}$ diterima
- c) $4-dL < DW < 4$: H_0 ditolak dan $H_{a.2}$ diterima
- d) $dL < DW < dU$ atau
 $4-dU < DW < 4-dL$: tidak ada keputusan

Sebelum menganalisis hasil uji Durbin Watson, terlebih dahulu menentukan nilai batas atas (dU) dan batas bawah (dL). Tabel berikut menyajikan nilai dL dan dU sesuai dengan jumlah observasi penelitian :

Tabel 5.5 Nilai Batas Atas (dU) dan Batas Bawah (dL)

Jumlah Observasi (n)	Variabel Independen (k)	Nilai dU dan dL
n = 77	k = 7	$dU = 1,832$ $4 - dU = 2,1676$ $dL = 1,438$ $4 - dL = 2,5616$

Sumber : Lampiran 7

Berdasarkan Tabel 5.5, jumlah observasi penelitian 77 dan jumlah variabel independen 7 sehingga diperoleh nilai batas atas (dU) sebesar 1,832 dan nilai batas bawah (dL) 1,438. Selanjutnya uji autokorelasi antar variabel ditunjukkan pada Tabel 5.6 berikut ini :

Tabel 5.6 Uji Autokorelasi

Model Penelitian	Durbin-Watson	Keputusan	Kesimpulan
Model 1 (Variabel Independen = PROFT, SIZE, GROWTH, BRISK, ASSET, MOWN, INST, DEBT. Variabel Dependen = DEBT)	1,443	Tidak ada keputusan	Bebas Autokorelasi
Model 2 (Variabel Independen = PROFT, SIZE, GROWTH, BRISK, ASSET, MOWN, INST, DEBT Var. Dependen = LnVALUE)	2,344	Tidak ada keputusan	Bebas Autokorelasi

Sumber : Lampiran 7

Keterangan : PROFT = Profitabilitas, SIZE = Ukuran Perusahaan, GROWTH = Pertumbuhan Perusahaan, BRISK = Risiko Bisnis, ASSET = Struktur Aset, INST = Kepemilikan Institusional, DEBT = Struktur Modal, LnVALUE = Nilai Perusahaan.

Berdasarkan Tabel 5.6 di atas, Model 1 memiliki nilai Durbin Watson 1,443. Nilai tersebut lebih tinggi dari nilai batas bawah (dL) namun lebih rendah dari nilai batas atas (dU) yaitu $1,438 < 1,443 < 1,832$ sehingga dapat disimpulkan tidak ada keputusan pada model penelitian. Dengan demikian, dapat diasumsikan tidak terjadi autokorelasi pada Model 1.

Model 2 memiliki nilai Durbin Watson sebesar 2,346. Nilai tersebut lebih besar dari nilai batas atas (4-dU) namun lebih rendah dari nilai batas bawah (4-dL) yaitu $2,1676 < 2,344 < 2,5616$ sehingga dapat disimpulkan tidak ada keputusan pada model penelitian. Dengan demikian, dapat diasumsikan tidak terjadi autokorelasi pada Model 2.

c. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji model regresi apakah terdapat ketidaksamaan varians dari residual tiap observasi. Model regresi yang memenuhi persyaratan ialah kesamaan varians dari residual tiap observasi tetap atau disebut homoskedastisitas. Deteksi heteroskedastisitas pada penelitian ini menggunakan Uji Glejser. Caranya menentukan terlebih dahulu hipotesis pengujian, yaitu :

H_0 : model regresi terjadi heteroskedastisitas.

H_a : model regresi tidak terjadi heteroskedastisitas.

Kriteria pengambilan keputusan dengan taraf signifikansi 5% yaitu :

a) Bila p -value \leq 5%, H_0 diterima

b) Bila p -value $>$ 5%, H_0 ditolak

Uji heteroskedastisitas model regresi ditunjukkan pada Tabel 5.7 berikut ini :

Tabel 5.7 Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Model 1		Model 2	
	p -value	Kesimpulan	p -value	Kesimpulan
PROFT	0,209	Tidak mengalami heteroskedastisitas	0,479	Tidak mengalami heteroskedastisitas
SIZE	0,624	Tidak mengalami heteroskedastisitas	0,059	Tidak mengalami heteroskedastisitas
GROWTH	0,322	Tidak mengalami heteroskedastisitas	0,551	Tidak mengalami heteroskedastisitas
BRISK	0,768	Tidak mengalami heteroskedastisitas	0,376	Tidak mengalami heteroskedastisitas
ASSET	0,014	Mengalami heteroskedastisitas	0,065	Tidak mengalami heteroskedastisitas
MOWN	0,467	Tidak mengalami heteroskedastisitas	0,060	Tidak mengalami heteroskedastisitas
INST	0,387	Tidak mengalami heteroskedastisitas	0,271	Tidak mengalami heteroskedastisitas
DEBT			0,046	Mengalami heteroskedastisitas

Sumber : Lampiran 8

Keterangan : PROFT = Profitabilitas, SIZE = Ukuran Perusahaan, GROWTH = Pertumbuhan Perusahaan, BRISK = Risiko Bisnis, ASSET = Struktur Aset, INST = Kepemilikan Institusional, DEBT = Struktur Modal.

Berdasarkan Tabel 5.7 di atas, variabel DEBT pada Model 2 memiliki p -value lebih rendah dari tingkat signifikansi 5%, sehingga dapat disimpulkan H_0 diterima, yang berarti Model 2 mengalami heteroskedastisitas. Variabel ASSET pada Model 1 memiliki p -value lebih rendah dari taraf signifikansi 5% yaitu $0,014 < 0,05$, sehingga dapat disimpulkan H_0 diterima, yang berarti Model 1 mengalami heteroskedastisitas.

Ghozali (2011:145) mengungkapkan untuk memperbaiki model regresi yang mengalami heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan transformasi data dalam bentuk logaritma natural. Transformasi dalam bentuk regresi logaritma

mampu mengurangi heteroskedastisitas. Berdasarkan pernyataan tersebut dilakukan transformasi data pada variabel DEBT dan ASSET menjadi LnDEBT dan LnASSET seperti berikut ini :

Tabel 5.8 Uji Heteroskedastisitas Setelah Transformasi Data

Variabel	Model 1		Model 2	
	<i>p-value</i>	Kesimpulan	<i>p-value</i>	Kesimpulan
PROFT	0,126	Tidak mengalami heteroskedastisitas	0,148	Tidak mengalami heteroskedastisitas
SIZE	0,904	Tidak mengalami heteroskedastisitas	0,112	Tidak mengalami heteroskedastisitas
GROWTH	0,321	Tidak mengalami heteroskedastisitas	0,873	Tidak mengalami heteroskedastisitas
BRISK	0,772	Tidak mengalami heteroskedastisitas	0,769	Tidak mengalami heteroskedastisitas
LnASSET	0,065	Tidak mengalami heteroskedastisitas	0,811	Tidak mengalami heteroskedastisitas
MOWN	0,514	Tidak mengalami heteroskedastisitas	0,118	Tidak mengalami heteroskedastisitas
INST	0,253	Tidak mengalami heteroskedastisitas	0,106	Tidak mengalami heteroskedastisitas
LnDEBT			0,175	Tidak mengalami heteroskedastisitas

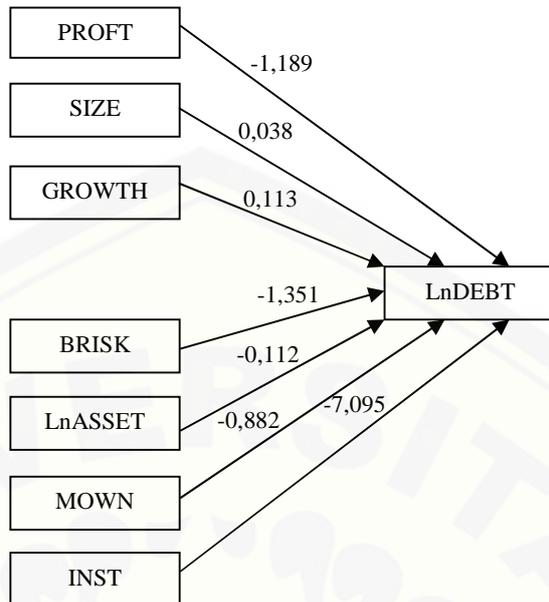
Sumber : Lampiran 8

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

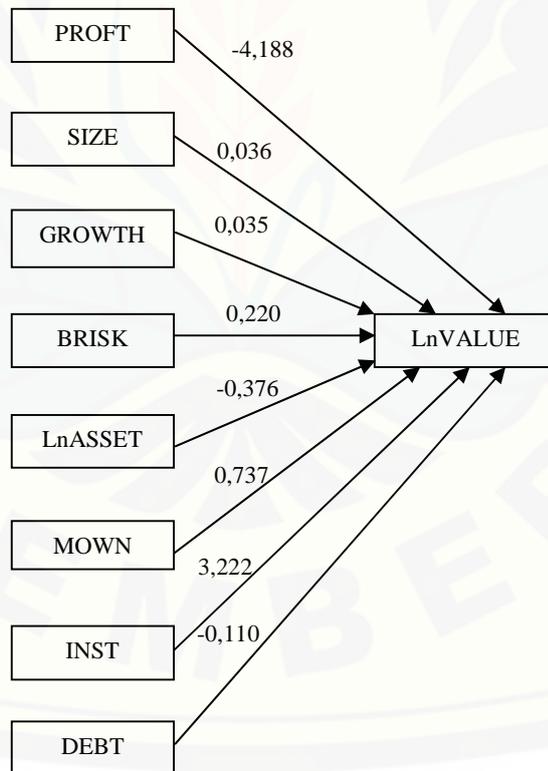
Berdasarkan Tabel 5.8, *p-value* variabel LnASSET lebih tinggi dari tingkat signifikansi 5% ($0,065 > 0,05$) sehingga dapat disimpulkan H_0 ditolak yang berarti Model 1 tidak mengalami heteroskedastisitas. Selain itu *p-value* variabel LnDEBT juga lebih tinggi dari tingkat signifikansi 5% ($0,112 > 0,05$) sehingga dapat disimpulkan H_0 ditolak yang berarti Model 2 tidak mengalami heteroskedastisitas.

5.3.4 Analisis Regresi Berganda

Tujuan analisis regresi berganda untuk mengetahui pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen. Model penelitian yang terbentuk ditunjukkan pada Gambar 5.1 dan 5.2 di bawah ini :



Gambar 5.2 Analisis Regresi Berganda Model 1



Gambar 5.2 Analisis Regresi Berganda Model 2

Berdasarkan Gambar 5.1 dan 5.2, hasil analisis regresi berganda dapat dijelaskan pada Tabel 5.9 sebagai berikut :

Tabel 5.9 Koefisien Regresi Berganda

Variabel Independen	Model 1 (Y=LnDEBT)	Model 2 (Y=LnVALUE)
Konstanta	4,791	-1,930
PROFT	-1,189	-4,188
SIZE	0,038	0,036
GROWTH	0,113	0,035
BRISK	-1,351	0,220
LnASSET	-0,112	-0,376
MOWN	-0,882	0,737
INST	-7,095	3,222
LnDEBT	-	-0,110

Sumber : Lampiran 9

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

Berdasarkan Tabel 5.9, dapat dikemukakan persamaan strukturalnya sebagai berikut :

a) Model 1 :

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

b) Model 2 :

$$\begin{aligned} \text{LnVALUE}_{it} = & -1,930 - 4,188 \text{ PROFT}_{it} + 0,036 \text{ SIZE}_{it} + 0,035 \text{ GROWTH}_{it} \\ & + 0,220 \text{ BRISK}_{it} - 0,376 \text{ LnASSET}_{it} + 0,737 \text{ MOWN}_{it} + \\ & 3,222 \text{ INST}_{it} - 0,110 \text{ LnDEBT}_{it} + e_{it} \end{aligned}$$

5.3.5 Uji Hipotesis

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

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

Uji hipotesis ditunjukkan pada Tabel 5.10 dan 5.11 sebagai berikut :

Tabel 5.10 Uji Hipotesis Model 1

Model 1 (Y = LnDEBT)					
Variabel	Prediksi	Koefisien	$p\text{-value}$	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 : Lampiran 9

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

Tabel 5.11 Uji Hipotesis Model 2

Model 2 (Y = LnVALUE)					
Variabel	Prediksi	Koefisien	$p\text{-value}$	Sig.	Kesimpulan
PROFT	+	-4,188	0,000	5%	Tidak Signifikan
SIZE	+	0,036	0,516	10%	Tidak Signifikan
GROWTH	+	0,035	0,820	10%	Tidak Signifikan
BRISK	+	0,220	0,867	10%	Tidak Signifikan
LnASSET	+	-0,376	0,108	10%	Tidak Signifikan
MOWN	+	0,737	0,045	5%	Signifikan
INST	+	3,222	0,242	10%	Tidak Signifikan
LnDEBT	+	-0,110	0,551	10%	Tidak Signifikan
$R^2 = 0,241$		Adj. $R^2 = 0,152$			

Sumber : Lampiran 9

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

Berdasarkan Tabel 5.10 dan 5.11 maka pengujian hipotesis penelitian dijelaskan sebagai berikut :

Hipotesis satu (H₁) menyatakan bahwa profitabilitas (PROFT) berpengaruh negatif terhadap struktur modal (LnDEBT). Hasil analisis regresi pada Tabel 5.10 menunjukkan variabel profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, dengan koefisien regresi -1,189 dan *p-value* 0,037. Dengan demikian, hipotesis satu (H₁) diterima.

Hipotesis dua (H₂) menyatakan ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif terhadap struktur modal (LnDEBT). Hasil analisis regresi pada Tabel 5.10 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak memengaruhi struktur modal, dengan koefisien regresi 0,038 dan *p-value* 0,148. Dengan demikian, hipotesis dua (H₂) ditolak.

Hipotesis tiga (H₃) menyatakan pertumbuhan perusahaan (GROWTH) berpengaruh positif terhadap struktur modal (LnDEBT). Hasil analisis regresi pada Tabel 5.10 menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak memengaruhi struktur modal, dengan koefisien regresi 0,113 dan *p-value* 0,128. Dengan demikian, hipotesis tiga (H₃) ditolak.

Hipotesis empat (H₄) menyatakan risiko bisnis (BRISK) berpengaruh negatif terhadap struktur modal (LnDEBT). Hasil analisis regresi pada Tabel 5.10 menunjukkan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal, dengan koefisien regresi -1,351 dan *p-value* 0,057. Dengan demikian, hipotesis empat (H₄) diterima.

Hipotesis lima (H₅) menyatakan struktur aset (LnASSET) berpengaruh positif terhadap struktur modal (LnDEBT). Hasil analisis regresi pada Tabel 5.10 menunjukkan struktur aset tidak memengaruhi struktur modal, dengan koefisien regresi -0,112 dan *p-value* 0,128. Dengan demikian, hipotesis lima (H₅) ditolak.

Hipotesis enam (H₆) menyatakan kepemilikan manajerial (MOWN) berpengaruh negatif terhadap struktur modal (LnDEBT). Hasil analisis regresi pada Tabel 5.10 menunjukkan kepemilikan manajerial tidak memengaruhi

struktur modal, dengan koefisien regresi $-0,882$ dan $p\text{-value}$ $0,000$. Dengan demikian, hipotesis enam (H_6) diterima.

Hipotesis tujuh (H_7) menyatakan kepemilikan institusional (INST) berpengaruh negatif terhadap struktur modal (LnDEBT). Hasil analisis regresi pada Tabel 5.10 menunjukkan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal, dengan koefisien regresi $-7,095$ dan $p\text{-value}$ $0,000$. Dengan demikian, hipotesis tujuh (H_7) diterima.

Hipotesis delapan (H_8) menyatakan profitabilitas (PROFT) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (LnVALUE). Hasil analisis regresi pada Tabel 5.11 menunjukkan profitabilitas tidak memengaruhi nilai perusahaan, dengan koefisien regresi $-4,188$ dan $p\text{-value}$ $0,000$. Dengan demikian, hipotesis delapan (H_8) ditolak.

Hipotesis sembilan (H_9) menyatakan ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (LnVALUE). Hasil analisis regresi pada Tabel 5.11 menunjukkan ukuran perusahaan tidak memengaruhi nilai perusahaan, dengan koefisien regresi $0,036$ dan $p\text{-value}$ $0,258$. Dengan demikian, hipotesis sembilan (H_9) ditolak.

Hipotesis sepuluh (H_{10}) menyatakan pertumbuhan perusahaan (GROWTH) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (LnVALUE). Hasil analisis regresi pada Tabel 5.11 menunjukkan pertumbuhan perusahaan tidak memengaruhi nilai perusahaan, dengan koefisien regresi $0,035$ dan $p\text{-value}$ $0,410$. Dengan demikian, hipotesis sepuluh (H_{10}) ditolak.

Hipotesis sebelas (H_{11}) menyatakan risiko bisnis (BRISK) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (LnVALUE). Hasil analisis regresi pada Tabel 5.11 menunjukkan risiko bisnis tidak memengaruhi nilai perusahaan, dengan koefisien regresi $0,220$ dan $p\text{-value}$ $0,434$. Dengan demikian, hipotesis sebelas (H_{11}) ditolak.

Hipotesis dua belas (H_{12}) menyatakan struktur aset (LnASSET) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (LnVALUE). Hasil analisis regresi pada Tabel 5.11 menunjukkan struktur aset tidak memengaruhi nilai

perusahaan, dengan koefisien regresi $-0,376$ dan $p\text{-value}$ $0,108$. Dengan demikian, hipotesis dua belas (H_{12}) ditolak.

Hipotesis tiga belas (H_{13}) menyatakan kepemilikan manajerial (MOWN) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (LnVALUE). Hasil analisis regresi pada Tabel 5.11 menunjukkan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dengan koefisien regresi $0,737$ dan $p\text{-value}$ $0,023$. Dengan demikian, hipotesis tiga belas (H_{13}) diterima.

Hipotesis empat belas (H_{14}) menyatakan kepemilikan institusional (INST) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (LnVALUE). Hasil analisis regresi pada Tabel 5.11 menunjukkan kepemilikan institusional tidak memengaruhi nilai perusahaan, dengan koefisien regresi $3,222$ dan $p\text{-value}$ $0,121$. Dengan demikian, hipotesis empat belas (H_{14}) ditolak.

Hipotesis lima belas (H_{15}) menyatakan struktur modal (LnDEBT) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (LnVALUE). Hasil analisis regresi pada Tabel 5.11 menunjukkan struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan, dengan koefisien regresi $-0,110$ dan $p\text{-value}$ $0,276$. Dengan demikian, hipotesis lima belas (H_{15}) ditolak.

Berdasarkan Tabel 5.10, koefisien determinasi ($Adj.R^2$) Model 1 sebesar $0,568$ yang berarti pengaruh variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap struktur modal sebesar $56,8\%$ sedangkan variabel lain di luar model yang memengaruhi struktur modal sebesar $43,2\%$.

Koefisien determinasi ($Adj.R^2$) Model 2 pada Tabel 5.11 sebesar $0,152$ yang berarti pengaruh variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan struktur modal terhadap nilai perusahaan sebesar $15,2\%$ sedangkan variabel lain di luar model yang memengaruhi nilai perusahaan sebesar $84,8\%$.

5.4 Pembahasan

5.4.1 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Variabel profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini terlihat dari *p-value* lebih tinggi dari taraf signifikansi yaitu $0,037 > 0,05$ dengan nilai koefisien regresi sebesar $-1,189$. 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).

Pada penelitian ini profitabilitas diukur berdasarkan nilai *return on asset* (ROA). Hasil perhitungan menunjukkan ROA mengalami penurunan sedangkan *debt to asset ratio* (DAR) meningkat setiap tahunnya. Hal ini terlihat dari rata-rata ROA tahun 2008 sebesar 19,00% dan mengalami penurunan hingga mencapai 8,44% pada tahun 2014. Selain itu, rata-rata utang jangka panjang yang diukur berdasarkan *debt to asset ratio* (DAR) tahun 2008 sebesar 19,26% dan mengalami peningkatan hingga mencapai 21,42% pada tahun 2014. Hal ini mengindikasikan perusahaan menggunakan utang lebih tinggi dibandingkan dana internal dalam melakukan investasi.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Sari (2001), 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.

5.4.2 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan tidak memengaruhi struktur modal. Hasil ini terlihat dari *p-value* sebesar 0,148 dengan koefisien regresi sebesar 0,038. *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.

Pada penelitian ini, ukuran perusahaan dinilai berdasarkan total aset selama satu tahun. Tahun 2008, rata-rata total aset perusahaan pertambangan sebesar Rp9.211.421.759.068 dan tahun 2014, rata-rata nilai total aset mengalami peningkatan hingga mencapai Rp17.483.595.307.273. Selain itu rata-rata utang jangka panjang yang diukur berdasarkan *debt to asset ratio* (DAR) tahun 2008 sebesar 19,26% dan tahun 2014 sebesar 21,42%. Dengan demikian, 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. Hal ini dapat disebabkan variasi data total aset tidak mampu menjelaskan variasi data struktur modal.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Suropto (2008), Utami (2009), Yenieatie 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.

5.4.3 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Struktur Modal

P-value pertumbuhan perusahaan sebesar 0,128 lebih tinggi dari nilai signifikansi 0,10 dengan koefisien regresi sebesar 0,113. Dengan demikian,

pertumbuhan perusahaan tidak memengaruhi 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.

Pada penelitian ini pertumbuhan perusahaan diukur menggunakan pertumbuhan penjualan tiap tahun. Hasil analisis menunjukkan rata-rata pertumbuhan penjualan tahun 2008 sebesar 87,81% dan tahun 2014 sebesar 1,93%. Selain itu, rata-rata *debt to asset ratio* (DAR) mengalami peningkatan sebesar 9,26% pada tahun 2008 menjadi 21,42% pada tahun 2014. Dengan demikian, pertumbuhan perusahaan bergerak berlawanan arah dengan perubahan struktur modal. Namun, hasil penelitian menunjukkan bahwa perubahan pertumbuhan perusahaan tidak memengaruhi perubahan struktur modal. Artinya, penurunan pertumbuhan perusahaan tidak memengaruhi naiknya struktur modal. Hal ini dapat disebabkan karena variasi data pertumbuhan penjualan tidak mampu menjelaskan variasi data utang jangka panjang.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Hasan (2006), Nanok (2008), Utami (2009), Yenieatie 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.

5.4.4 Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan variabel risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini terlihat dari *p-value* lebih rendah dari taraf signifikansi yaitu $0,057 < 0,10$ dengan nilai koefisien regresi sebesar -1,351. 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 *agency cost*, 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.

Risiko bisnis dinilai berdasarkan deviasi standar dari *return on asset* (ROA). Rata-rata risiko bisnis tahun 2008 sebesar 8,48% sedangkan rata-rata risiko bisnis tahun 2014 sebesar 8,16%. Ini berarti risiko bisnis perusahaan pertambangan mengalami penurunan. Namun rata-rata *debt to asset ratio* (DAR) mengalami peningkatan sebesar 19,26% pada tahun 2008 menjadi 21,42% pada tahun 2014. Hal ini mengindikasikan penggunaan utang perusahaan tambang meningkat setiap tahunnya meskipun risiko bisnis mengalami penurunan.

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 memengaruhi keputusan struktur modal.

5.4.5 Pengaruh Struktur Aset Terhadap Struktur Modal

Koefisien regresi struktur aset sebesar -0,112 dengan *p-value* lebih tinggi dari taraf signifikansi yaitu $0,128 > 0,10$. Dengan demikian, 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.

Pada penelitian ini, struktur aset dinilai berdasarkan perbandingan aset tetap terhadap total aset perusahaan. Hasil analisis menunjukkan rata-rata aset tetap perusahaan tambang tahun 2008 sebesar 49,39% dari total aset perusahaan dan pada tahun 2014 mengalami peningkatan menjadi 57,94% dari total aset. Selain itu rata-rata *debt to asset ratio* (DAR) tahun 2008 sebesar 19,26% dan tahun 2014 sebesar 21,42%. Dengan demikian, struktur aset bergerak searah dengan struktur modal. Namun hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perubahan struktur aset tidak memengaruhi perubahan struktur modal. Artinya, kenaikan struktur aset tidak memengaruhi naiknya struktur modal. Hal ini dapat dikarenakan variasi data struktur aset tidak mampu menjelaskan variasi data utang jangka panjang.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Murdayanti (2007), Suropto (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.

5.4.6 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal

Hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini ditunjukkan oleh nilai koefisien regresi sebesar $-0,882$ dengan *p-value* 0,000. 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.

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 Yenziatie dan Destriana (2010) yang menyatakan kepemilikan manajerial tidak memengaruhi keputusan struktur modal perusahaan.

5.4.7 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal

Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil penelitian menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar -7,095 dengan *p-value* 0,000. 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.

Rata-rata kepemilikan institusional tahun 2008 sebesar 2,66% dan tahun 2014 sebesar 2,63%. Selain itu rata-rata *debt to asset ratio* (DAR) tahun 2008 sebesar 19,26% dan tahun 2014 sebesar 21,42%. Hal ini menunjukkan penggunaan utang mengalami peningkatan setiap tahun meskipun tingkat kepemilikan saham institusi mengalami penurunan.

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.

5.4.8 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Variabel profitabilitas tidak memengaruhi nilai perusahaan. Hal ini terlihat dari koefisien regresi yang berarah negatif yaitu -4,188, sedangkan hipotesis penelitian menunjukkan arah positif. *Signaling theory* menyatakan profitabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan

keuntungan sehingga investor memiliki keyakinan pada prospek perusahaan di masa depan. Ketika tingkat profitabilitas meningkat maka investor akan memiliki ekspektasi dan kepercayaan lebih terhadap perusahaan. Para investor beranggapan, perusahaan yang mempunyai profit tinggi akan menghasilkan *return* yang tinggi. Semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba maka akan menaikkan nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan kenaikan harga saham perusahaan.

Pada penelitian ini nilai perusahaan diukur berdasarkan *price earning ratio* (PER). Rata-rata nilai PER tahun 2008 sebesar 26,59 kali dan tahun 2014 sebesar 31,76 kali. Hal ini menunjukkan rata-rata harga saham perusahaan pertambangan mengalami peningkatan dari tahun 2008 hingga 2014. Namun rata-rata *return on asset* (ROA) mengalami penurunan, yaitu tahun 2008 sebesar 19,00% dan tahun 2014 sebesar 8,44%. Dengan demikian, profitabilitas bergerak berlawanan arah dengan nilai perusahaan. Namun hasil penelitian menunjukkan bahwa perubahan profitabilitas tidak memengaruhi perubahan nilai perusahaan. Artinya, penurunan profitabilitas tidak memengaruhi naiknya nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan investor masih tertarik membeli saham pertambangan meskipun laba perusahaan mengalami penurunan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Sasongko dan Wulandari (2006) yang mengungkapkan profitabilitas menurunkan nilai perusahaan. Namun hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Hermuningsih (2013) dan Pangulu (2014) yang menyatakan profitabilitas meningkatkan nilai perusahaan.

5.4.9 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Ukuran perusahaan tidak memengaruhi nilai perusahaan. Hal ini berdasarkan *p-value* yang lebih tinggi dari tingkat signifikansi yaitu $0,258 > 0,10$ dengan koefisien regresi sebesar 0,036. Teori *signalling* menyatakan semakin besar ukuran perusahaan, maka investor lebih tertarik berinvestasi pada perusahaan tersebut karena perusahaan yang besar cenderung memiliki

kondisi arus kas yang lebih stabil. Kestabilan tersebut menarik investor untuk memiliki saham perusahaan.

Ukuran perusahaan dinilai berdasarkan total aset selama satu tahun. Tahun 2008, rata-rata total aset perusahaan pertambangan sebesar Rp9.211.421.759.068 dan tahun 2014 rata-rata nilai total aset mengalami peningkatan hingga mencapai Rp17.483.595.307.273. Selain itu rata-rata nilai *price earning ratio* (PER) juga mengalami peningkatan. Hal ini terlihat dari tahun 2008 rata-rata PER sebesar 26,59 kali hingga tahun 2014 mencapai 31,76 kali. Dengan demikian, ukuran perusahaan bergerak searah dengan nilai perusahaan. Namun hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perubahan ukuran perusahaan tidak memengaruhi perubahan nilai perusahaan. Artinya, kenaikan ukuran perusahaan tidak memengaruhi kenaikan nilai perusahaan karena variasi data total aset tidak mampu menjelaskan variasi data nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Dhatt *et al.* (1997) dan Zulfa (2013) yang membuktikan ukuran perusahaan tidak memengaruhi nilai perusahaan. Namun penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007), Septiono *et al.* (2013), serta Manu *et al.* (2014) yang menyatakan ukuran perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

5.4.10 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Koefisien regresi pertumbuhan perusahaan sebesar 0,035 dengan *p-value* lebih tinggi dari taraf signifikansi yaitu $0,410 > 0,10$. Dengan demikian, pertumbuhan perusahaan tidak memengaruhi struktur modal. Hasil ini tidak sesuai dengan *signalling theory* yang menyatakan perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi memiliki banyak peluang investasi yang akhirnya akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut. Hal ini akan memicu naiknya permintaan saham perusahaan dan menyebabkan harga saham naik. Ketika harga saham naik maka nilai perusahaan juga akan naik.

Pertumbuhan perusahaan pada penelitian ini diukur menggunakan pertumbuhan penjualan tiap tahun. Hasil analisis menunjukkan pertumbuhan penjualan mengalami penurunan setiap tahun. Tahun 2008, rata-rata pertumbuhan penjualan sebesar 87,81% dan tahun 2014 sebesar 1,93%. Selain itu rata-rata nilai *price earning ratio* (PER) mengalami peningkatan dari tahun 2008 sebesar 26,59 kali hingga 2014 mencapai 31,76 kali. Dengan demikian, pertumbuhan perusahaan bergerak berlawanan arah dengan nilai perusahaan. Namun hasil analisis menunjukkan bahwa perubahan pertumbuhan perusahaan tidak memengaruhi perubahan nilai perusahaan. Artinya, penurunan pertumbuhan perusahaan tidak memengaruhi naiknya nilai perusahaan. Hal ini dapat disebabkan variasi data pertumbuhan penjualan tidak mampu menjelaskan variasi data nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Kesuma (2009) serta Hansen dan Juniarti (2014) yang menyatakan pertumbuhan perusahaan tidak memengaruhi nilai perusahaan. Namun hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007), Pangulu (2014), dan Manu *et al.* (2014) yang menyimpulkan pertumbuhan perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

5.4.11 Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis menunjukkan risiko bisnis tidak memengaruhi nilai perusahaan. Hal ini terlihat dari *p-value* yang lebih tinggi dari tingkat signifikansi yaitu $0,434 > 0,10$ dengan koefisien regresi sebesar 0,220. Teori *trade off* antara risiko dan *return* membentuk landasan untuk memaksimalkan harga saham. Jika risiko bisnis perusahaan tinggi maka investor mengharapkan *return* yang lebih besar. Investasi yang berisiko tidak akan dilakukan oleh investor jika investasi tersebut tidak memberi harapan tingkat *return* yang tinggi atau nilai perusahaan yang baik.

Rata-rata risiko bisnis tahun 2008 sebesar 8,48% sedangkan tahun 2014 sebesar 8,16%. Ini berarti risiko bisnis perusahaan pertambangan mengalami

penurunan. Namun rata-rata *price earning ratio* (PER) mengalami peningkatan menjadi sebesar 26,59 kali pada tahun 2008 dan sebesar 31,76 kali pada tahun 2014. Dengan demikian, risiko bisnis bergerak berlawanan arah dengan nilai perusahaan. Namun hasil analisis menunjukkan bahwa perubahan risiko bisnis tidak memengaruhi perubahan nilai perusahaan. Artinya, penurunan risiko bisnis tidak memengaruhi naiknya nilai perusahaan karena variasi data risiko bisnis tidak mampu menjelaskan variasi nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Putra *et al.* (2007) yang menyatakan risiko bisnis tidak memengaruhi harga saham. Namun hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Suharli (2005) yang menyatakan risiko bisnis meningkatkan harga saham.

5.4.12 Pengaruh Struktur Aset Terhadap Nilai Perusahaan

Struktur aset tidak memengaruhi nilai perusahaan. *P-value* struktur aset sebesar 0,108 lebih tinggi dari tingkat signifikansi 0,10 dengan koefisien regresi -0,376. Teori *signalling* menyatakan ketika suatu perusahaan memiliki total aset yang besar maka persepsi investor ialah perusahaan tersebut memiliki harta atau aset yang dapat dikelola untuk menghasilkan keuntungan, sehingga investor berminat untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Ketika semakin banyak investor berinvestasi pada perusahaan tersebut maka hal itu dapat membuat harga saham perusahaan tersebut meningkat.

Struktur aset pada penelitian ini dinilai berdasarkan perbandingan aset tetap terhadap total aset. Hasil analisis menunjukkan rata-rata aset tetap perusahaan tahun 2008 sebesar 49,39% dari total aset perusahaan dan pada tahun 2014 mengalami peningkatan menjadi 57,94%. Selain itu rata-rata *price earning ratio* (PER) mengalami peningkatan yaitu tahun 2008 sebesar 26,59 kali dan tahun 2014 menjadi 31,76 kali. Dengan demikian, struktur aset bergerak searah dengan struktur modal. Namun hasil analisis menunjukkan bahwa perubahan struktur aset tidak memengaruhi perubahan nilai perusahaan. Artinya, kenaikan struktur aset tidak memengaruhi naiknya nilai perusahaan.

Hal ini dapat disebabkan oleh variasi data struktur aset tidak mampu menjelaskan variasi data nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Kesuma (2009), Liwang (2011), serta Wijaya dan Utama (2014) yang menyatakan struktur aset tidak memengaruhi nilai perusahaan. Namun penelitian ini tidak mendukung penelitian Manu *et al.* (2014) yang menyatakan struktur aset dapat meningkatkan nilai perusahaan.

5.4.13 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Koefisien regresi sebesar 0,737 dengan *p-value* 0,023 lebih rendah dari tingkat signifikansi 0,05. Artinya, peningkatan kepemilikan saham pihak manajemen akan membuat harga saham perusahaan meningkat. Kondisi ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) yaitu manajer yang sekaligus sebagai pemegang saham akan berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan (yang dicerminkan dari harga saham) maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham juga akan meningkat.

Penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Taswan dan Solihah (2002), Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011), serta Murwaningsih (2012) yang menyatakan kepemilikan manajerial meningkatkan nilai perusahaan. Namun penelitian ini tidak mendukung penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang menyatakan kepemilikan manajerial tidak memengaruhi nilai saham perusahaan.

5.4.14 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan

P-value kepemilikan institusional lebih tinggi dari tingkat signifikansi (0,121 > 0,10) yang berarti kepemilikan institusional tidak mampu memengaruhi nilai perusahaan. Artinya, tinggi atau rendahnya kepemilikan institusional, hal itu tidak menjadi penentu meningkat atau menurunnya harga

saham sektor pertambangan. Kondisi ini tidak sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1977) yaitu semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka semakin kuat tingkat pengendalian yang dilakukan oleh pihak eksternal terhadap perusahaan sehingga *agency cost* yang terjadi di dalam perusahaan semakin berkurang dan nilai perusahaan juga dapat meningkat.

Hasil analisis menunjukkan rata-rata kepemilikan institusional tahun 2008 sebesar 2,66% dan tahun 2014 sebesar 2,63%. Selain itu rata-rata *price earning ratio* (PER) mengalami peningkatan yaitu tahun 2008 sebesar 26,59 kali dan tahun 2014 sebesar 31,76 kali. Dengan demikian, kepemilikan institusional bergerak berlawanan arah dengan nilai perusahaan. Namun hasil analisis menunjukkan bahwa perubahan kepemilikan institusional tidak memengaruhi perubahan nilai perusahaan. Artinya, penurunan kepemilikan institusional tidak memengaruhi naiknya nilai perusahaan. Hal ini dapat disebabkan oleh variasi data kepemilikan institusional tidak mampu menjelaskan variasi data nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Lastanti (2004), Wahyudi dan Pawestri (2005), serta Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) yang menyimpulkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Namun penelitian ini tidak mendukung penelitian Nuraina (2012) yang menyatakan kepemilikan institusi meningkatkan nilai perusahaan.

5.4.15 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan. Artinya, meningkat atau menurunnya penggunaan utang, hal itu bukan menjadi penentu meningkat atau menurunnya harga saham perusahaan. Hal ini terlihat dari *p-value* yang lebih tinggi dari tingkat signifikansi yaitu $0,276 > 0,10$ dengan koefisien regresi $-0,110$.

Modigliani dan Miller (1963) menyatakan peningkatan rasio utang akan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan penggunaan utang akan

meningkatkan manfaat penghematan pajak (*tax shield*) dari utang dan selanjutnya akan meningkatkan nilai perusahaan selama struktur modal tersebut belum mencapai titik optimal, namun saat struktur modal sudah mencapai titik optimal, penambahan utang akan meningkatkan biaya kebangkrutan sehingga nilai perusahaan akan turun.

Hasil analisis menunjukkan bahwa rata-rata *debt to asset ratio* (DAR) tahun 2008 sebesar 19,26% dan tahun 2014 menjadi 21,42%. Selain itu rata-rata *price earning ratio* (PER) mengalami peningkatan dari 26,59 kali pada tahun 2008 menjadi 31,76 kali pada tahun 2014. Dengan demikian, struktur modal bergerak searah dengan nilai perusahaan. Namun hasil analisis menunjukkan bahwa perubahan struktur modal tidak memengaruhi perubahan nilai perusahaan. Artinya, naiknya tingkat utang tidak memengaruhi naiknya nilai perusahaan. Hal ini dapat disebabkan oleh variasi data struktur modal tidak mampu menjelaskan variasi data nilai perusahaan.

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

5.5 Keterbatasan Penelitian

Pada penelitian ini proksi yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan tidak mampu merefleksikan variabel penelitian sehingga sebagian besar pengaruh antara variabel independen dan variabel dependen pada Model 2 menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan.

BAB 6

KESIMPULAN DAN SARAN

6.1 Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan di sektor pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2014. Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan diperoleh kesimpulan sebagai berikut :

1. Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel profitabilitas, risiko bisnis, kepemilikan manajerial, serta kepemilikan institusional, masing-masing memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Namun ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan struktur aset, masing-masing tidak memengaruhi terhadap struktur modal.
2. Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, struktur aset, kepemilikan institusional, dan struktur aset tidak memengaruhi nilai perusahaan.

6.2 Saran

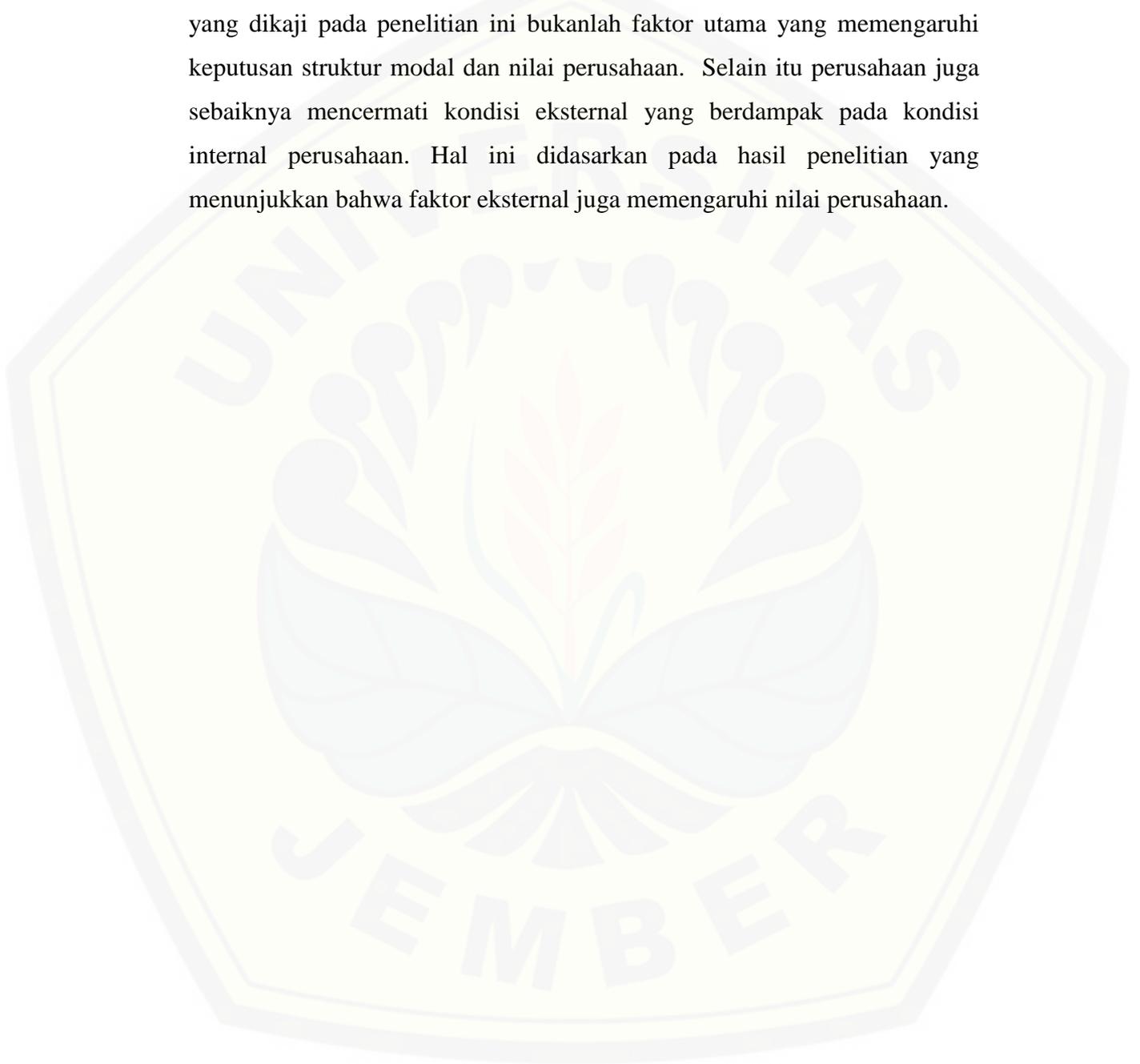
Berdasarkan hasil pembahasan dan kesimpulan penelitian, saran yang dapat diberikan pada pihak akademisi dan perusahaan antara lain :

1. Pihak Akademisi

Berdasarkan analisis yang dilakukan penelitian ini masih perlu ditindaklanjuti oleh peneliti selanjutnya guna memperoleh hasil yang lebih baik. Adanya beberapa variabel independen yang tidak berpengaruh terhadap variabel dependen mengindikasikan bahwa masih terdapat variabel lain di luar model penelitian ini yang mampu menjelaskan variasi struktur modal perusahaan. Oleh karena itu bagi peneliti selanjutnya diharapkan melakukan analisis lebih lanjut dengan cara menambah variabel independen lainnya seperti *non debt tax shield*.

2. Pihak Perusahaan

Perusahaan sektor pertambangan sebaiknya mencermati kondisi internal perusahaan dalam menentukan alternatif sumber pendanaannya. Hal ini didasarkan pada hasil penelitian yang menunjukkan bahwa faktor internal yang dikaji pada penelitian ini bukanlah faktor utama yang memengaruhi keputusan struktur modal dan nilai perusahaan. Selain itu perusahaan juga sebaiknya mencermati kondisi eksternal yang berdampak pada kondisi internal perusahaan. Hal ini didasarkan pada hasil penelitian yang menunjukkan bahwa faktor eksternal juga memengaruhi nilai perusahaan.



DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A. dan Knouber, C.R. 1996. Firm Performance And Mechanism To Control Agency Problems Between Managers And Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31, No.3 : 377-397.
- Akhtar, Shumi. 2005. The Determinant of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporations. *Australian Journal of Management*, Vol.30, No.2 : 321-341.
- Amirya, Mirna dan Atmini, Sari. 2008. Determinan Tingkat Hutang Serta Hubungan Tingkat Hutang Terhadap Nilai Perusahaan : Perspektif Pecking Order Theory. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, Vol.5, No.2 : 227-244.
- Ang, Robert. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*, Jakarta : Mediasoft Indonesia.
- Anshori, Mokhammad 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*, Vol.4, No.2 : 153-175.
- Arum, Mas Yusroh Putra. 2011. Hubungan Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Keuangan Terhadap Perusahaan Go Publik Di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas*.
- Bathala, C.T., K.P. Moon, dan R.P. Rao. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact Of Institutional Holding : An Agency Perspektif. *Financial Management*, Vol.23, No.3 : 38-50.
- Booth, Laurence., Varouj Aivazian, Asli Demirguc Kunt, dan Vojislav Maksimovic. 2001. Capital Structure in Developing Countries. *The Journal of Finance*, Vol.56, No.1 : 87-130.
- Bradley, Michael., Gregg A. Jarrell, dan E. Han Kim. 1984. On The Existence of An Optimal Capital Structure : Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, Vol.39, No.3 : 857-880.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, dan Alan J. Marcus. 2007. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Jilid I*. Jakarta : Erlangga.

- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. 2007. *Fundamentals of Financial Management 10 Edition*. USA : Thomson South Western.
- Chandra, Teddy. 2007. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan. *Artavidya*, Vol.8, No.2 : 201-208.
- Chen, Jean J. 2004. Determinants of Capital Structure of Chinese-Listed Companies. *Journal of Business Research*, Vol.57 : 1341– 1351.
- Cho, M. H. 1998. Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, Vol.47, No.1 : 103-121.
- Deesomsak, Ratarnporn., Krishna Paudyal, dan Gioia Pescetto. 2004. The Determinants of Capital Structure : Evidence from the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management*, Vol.14, No.4-5 : 387-405.
- De Jong, Abe., Rezaul Kabir, dan Thuy Thu Nguyen. 2008. Capital Structure Around The World: The Roles of Firm and Country-Specific Determinants. *Journal of Banking and Finance*, Vol.32 : 1954-1969.
- Dhatt, M.S., Y.H. Kim dan S. Mukherji. 1999. Relations Between Stock Returns and Fundamental Variables. Evidence From A Segmented Market. *Asia Pacific Financial Markets Journal*, Vol. 6, No.3 : 221–233.
- Dickerson, Steven Scott. 1998. The Firm's Capital Structure Decision : Market Power, Debt Maturity, And Uncertain Cash Flow. *Manuscript of Dissertation By UMI Microform 9901651*.
- Elim, Meyulinda Avianna dan Yusfarita. 2010. Pengaruh Struktur Aktiva, Tingkat Pertumbuhan Penjualan, ROA Terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di BEJ. *EFEKTIF Jurnal Bisnis Dan Ekonomi*. Vol.1, No. 1 : 88-103
- Eriotis, Nikolaos. How Firm Characteristic Affect Capital Structure : An Empirical Study. *Managerial Finance*, Vol.33, No.5 : 321-331.
- Fachriansyah, Regi. 2015. *Outlook IHSG Sektor Pertambangan 2015 : Kebijakan Ekspor Tekan Kinerja Bisnis*.

<http://vibiznews.com/2014/12/18/outlook-ihsg-sektorpertambangan2015-kebijakan-ekspor-tekan-kinerja-bisnis/> (diakses 5 Maret 2015).

- Fauzi, Fitria. 2013. The Determinants Of Capital Structure : An Empirical Study of New Zealand Listed Firms. *Asian Journal of Finance and Accounting*, Vol.5, No. 2 : 1-21.
- Ferry, M.G., dan Jones, W.H. 1979. Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach. *The Journal of Finance*, Vol.34, No.3 : 631-644.
- Frank, Murray Z dan Goyal, Vidhan K. 2003. Testing The Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol.67 : 217-248.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, Lawrence J. dan Zutter, Chad J. 2012. *Principles of Managerial Finance 13th Edition*. USA : Prentice Hall.
- Gujarati, Damodaran. 2004. *Basic Econometrics Third Edition*. New York: Mc-GrawHil, Inc.
- Hadiyanto, Bram dan Tayana, Christian. Pengaruh Risiko Sistematis, Struktur Aktiva, Profitabilitas, dan Jenis Perusahaan Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Pertambangan: Pengujian Hipotesis Static-Trade Off. *Jurnal Akuntansi*, Vol.2, No.1 : 15-39.
- Hansen, Verawati dan Juniarti. 2014. Pengaruh Famili Control, Size, Sales Growth, Dan Leverage Terhadap Profitabilitas Dan Nilai Perusahaan Pada Sektor Perdagangan Jasa Dan Investasi. *Business Accounting Review*, Vol. 2, No.1 : 121-130.
- Harris, Milton dan Raviv, Artur. 1991. The Theory Of Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol.46, No.1 : 297-335.
- Hassan, Mudrika Alamsyah. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal (Studi Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEJ). *Jurnal Tapak Manajerial Magister Manajemen UNRI*, Vol. 6, No. 6 : 1-20.
- Hermuningsih, Sri. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik Di

- Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Oktober 2013 : 128-148.
- Homaifar, Ghassem., Joachim Zietz, dan Omar Benkato. 1994. An empirical Model Of Capital Structure. *Journal of Business Finance And Accounting*, Vol.21, No.1 : 1-14.
- Hossain, Faruk dan Ali, Ayub. 2012. Impact of Firm Specific Factors On Capital Structure Decision : An Empirical Study Of Bangladeshi Companies. *International Journal of Business Research and Management*, Vol.3, No.4 : 163-182.
- Huang, Samuel G.H. dan Song, Frank M. 2006. The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review*, Vol.17 : 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 15 Januari 2015).
- Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg dan Thomas S. Zorn. 1992. Simultaneous Determination Of Insider Ownership, Debt, And Dividend Policies. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, Vol.27, No.2 : 247-263.
- Jensen, Michael C., dan Meckling, William H. 1976. Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No.4 : 305-360.
- Kartini dan Arianto, Tulus. 2008. Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, Pertumbuhan Aktiva Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.12, No.1 : 11-21.
- Kesuma, Ali. 2009. Analisis Faktor Yang Memengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, Vol.11, No.1 : 38-45.
- Kester, Carl W. 1986. Capital and Ownership Structure : A Comparison Of United States And Japanese Manufacturing Corporations. *Journal of Financial Management*, Vol.15 : 5-16.

- Krishnan, V. Sivarama dan Moyers, R. Charles. 1997. Performance, Capital Structure And Home Country : An Analysis Of Asian Corporations. *Global Finance Journal*, Vol.8, No.1 : 129-143.
- La Masidonda, Jaelani., M.S. Idrus, Ubud Salim, dan Djumahir. 2013. Determinants Of Capital Structure And Impact Capital Structure On Firm Value. *IOSR Journal of Management and Business*, Vol.7, No.3 : 23-30.
- Lastanti, Sri Hexana. 2004. Hubungan Struktur *Corporate Governance* Dengan Kinerja Perusahaan Dan Reaksi Pasar. *Konferensi Nasional Akuntansi* : 1-16.
- Liem, Jemmi Halim., Werner R. Murhadi, dan Bertha Silvia Sutedjo. 2013. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Industri Consumer Goods Yang Terdaftar di BEI 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, Vol. 2, No. 1 : 1-11.
- Lim, Thian Cheng. 2012. Determinants Of Capital Structure Empirical Evidents From Financial Services Listed Firms In China. *International Journal of Economics and Finance*, Vol.4, No.3 : 191-203
- Liwang, Florencia Paramitha. 2011. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Yang Tergabung Dalam LQ45 Periode 2006-2009. *Seminar Nasional Teknologi Informasi dan Komunikasi Terapan 2011*. ISBN 979-26-0255-0
- Mahadwarta, P.A., dan Hartono, J. 2002. Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Utang Dengan Kebijakan Deviden. *Simposium Nasional Akuntansi*, 6 September 2, Universitas Diponegoro Semarang : 1-29.
- Manu, Indriani Nastika Arini., Sautma Ronni, dan Mariana Ing Malelak. 2014. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Utama Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *FINIESTA*, Vol.2, No.2 : 17-22.
- Marsh, Paul. 1982. The Choice Between Equity and Debt. *The Journal of Finance*, Vol.37, No.1 : 121-144.
- Mas'ud, Masdar. 2008. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, Vol.7, No.1 : 82-99

- Mayangsari, Sekar. 2001. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan : Pengujian Pecking Order Hipotesis. *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*, Vol. 1, No. 13 : 1-26.
- Memon, Pervaiz Ahmed, Rohani B.M. Rus, dan Zahiruddin B. Ghazali. 2015. Firm and Macroeconomic Determinants Of Debt: Pakistan Evidence. *Procedia-Social and Behavioral Science*, Vol.172 : 200-207.
- Michaelas, Nicos., Francis Chittenden, Pannikos Poutziouris. 1999. Financial Policy And Capital Structure Choice In UK SME's: Empirical Evidence From Company Panel Data. *Small Business Economics*, Vol.12, No.2 : 113-130.
- Modigliani, Franco dan Miller, Merton H. 1958. The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment. *American Economic Review*, Vol.48, No.3: 261-297.
- Moh'd, Mahmoud A., Larry G. Perry dan James N. Rimbey. 1998. The Impact Of Ownership Structure On Corporate Debt Policy : A Time Series Cross Sectional Analysis. *The Financial Review*, Vol.33, No.3 : 85-99.
- Murdayanti, Yunika. 2007. Pengujian Pecking Order Theory Menggunakan Regresi Data Panel Pada Industri Makanan dan Minuman. *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi*, Vol.7, No.1 : 39-56.
- Murhadi, Werner Ria. 2011. Determinan Struktur Modal : Studi Di Asia Tenggara. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol.13, No.2 : 91-98.
- Murwaningsih, Ety. 2014. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Return Saham. *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi*. Vol.2, No.1 : 45-60.
- Myers, Stewart C. 1977. Determinants Of Capital Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol.5 : 147-175.
- Myers, Stewart C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, Vol.39, No.3: 575-592.
- Myers, Stewart C., dan Majluf, N., 1984. Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, Vol.13 : 187-221.
- Nanok, Yanuar. 2008. Capital Structure Determinan Di Indonesia. *Akuntabilitas*, Vol.7, No.2 : 122-127.

- Nuraina, Elva. 2012. Pengaruh Kepemilikan Institusional Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang Dan Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI). *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol.19, No.2 : 110-125.
- Pandey, I.M. 2001. Capital Structure And The Firm Characteristics : Evidence From An Emerging Market. *Indian Institute of Management Ahmedabad Working Paper*, No.2001-10-04 : 1-17.
- Pangulu, Agustina Lastri. 2014. Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Perbankan BEI 2011-2013). *Jurnal Ilmiah Universitas Brawijaya* : 1-12.
- Putra, Tito Perdana., M. Chabachib, Mulyo Haryanto, dan Irine Rini Demi Pangestuti. 2007. Pengaruh Kinerja Keuangan Dan Beta Saham Terhadap Price To Book Value (Studi Pada Perusahaan Property Yang Listed Di Bursa Efek Indonesia Periode 2004-2006). *Jurnal Studi Manajemen dan Organisasi*, Vol.4, No.2 : 81-89.
- Rajan, Raghuram G., dan Zingales, Luigi. 1995. What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data. *The Journal of Finance*, Vol.50, No.5 : 1421-1460.
- Rodoni, Ahmad dan Sholihah, Maratush. 2006. Pengujian Empiris Balance Theory, Pecking Order Theory dan Signalling Theory Pada Struktur Modal Perusahaan Indonesia. *Etikonomi*, Vol.5, No.1 : 17-30.
- Rojikin, Khoirur. 2008. Determinan Determinan Struktur Modal. *KOMPAK*, Vol.1, No.2 : 13-21
- Ross, Stephen A. 1977. The Determination Of Financial Structure : The Incentive Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, Vol.8, No.1: 23-40.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, dan Jeffrey Jaffe. 2010. *Corporate Finance*. New York : McGraw Hill.
- Ruslim, Herman. 2009. Pengujian Struktur Modal (Teori Packing Order) : Analisis Empiris Terhadap Saham Di LQ 45. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.11, No.3 : 209-221
- Saleem, Faiza., Bisma Rafique, Qaiser Mehmood, Muhammad Irfan, Rabia Saleem, dan Ghazala 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*, Vol.4, No.9 : 225-235.
- Sari, Dessy Handa., Atim Dzajuli, dan Siti Aisjah. 2013. Determinan Struktur Modal Dan Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, Vol.11, No.1 : 77-84.
- Sasongko, Noer dan Wulandari, Nila. 2006 Pengaruh EVA dan Rasio-rasio Profitabilitas Terhadap Harga Saham. *Empirika*, Vol.19, No.1.
- Savitri, Enni., Ubud Salim, dan Armanu Djumahir. 2012. Variabel Antaseden Dari Struktur Modal : Dampaknya Pada Nilai Perusahaan. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, Vol.10, No.1 : 85-96.
- Seitz, Neil. 1984. *Financial Analysis: A Programmed Approach, Third Edition*. Virginia : Reston Pubicing Company.
- Septiono, Rizky Wahyu., Suhadak, dan Darminto. 2013. Analisis Faktor Mikro Terhadap Struktur Modal and Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Non-Bank Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Indeks LQ 45 Periode 2009-2011). *Jurnal Administrasi Bisnis Universitas Brawijaya*, Vol.2, No.1 : 1-14.
- Sofyaningsih, Sri dan Hardiningsih, Pancawati. 2011. Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang, Dan Nilai Perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, Vol.3, No.1 : 68-87.
- Solihah dan Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol. 9. No. 2 : 149-163.
- Song, Han-Suck. 2005. Capital Structure Determinants, An Empirical Study Of Swedish Companies. *CESIS Electric Working Paper Series*. Paper No. 25 Januari 2005.
- Sudarmadji, A.M. dan Sularto, Lana. 2007. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Leverage, Dan Tipe Kepemilikan Perusahaan Terhadap Luas Voluntary Disclosure Laporan Keuangan Tahunan. *Proceeding PESAT (Psikologi, Ekonomi, Sastra, dan Sipil)*, Vol.2. ISSN : 1858-2559, A53-A61.
- Suharli, Michell. 2005. Studi Empiris Terhadap Dua Faktor Yang Mempengaruhi Return Saham Pada Industri Food And Beverage Di

- Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol.7, No.2 : 99-116.
- Sujoko dan Soebiantoro, Ugy. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol.9, No.1 : 41-48.
- Supriyanto, Budi. 2004. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial dan Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales, dan Total Debt/Total Assets Terhadap Nilai Perusahaan yang Telah Go Publik dan Tercatat Di BEJ. *Telaah Manajemen*, Vol.1, Ed.3. STIE STIKUBANK.
- Suripto. 2008. Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Struktur Modal : Pengujian Pecking Order Theory (Studi Empiris Pada Perusahaan SWA 100 Creator). *Jurnal Ilmiah*, Vol. 2, No.3 : 154-165.
- Suteja, Jaja dan Manihuruk, Wiston. 2009. Pengaruh Struktur Modal, Kepemilikan, Dan Faktor Eksternal pada Penentuan Nilai Perusahaan. *Trikonomika*, Vol.8, No.2 : 78-89.
- Thipayana, Pornpen. 2014. Determinants Of Capital Structure In Thailand. *Precedia-Social And Behavioral Sciences*, Vol.143 : 1074-1077.
- Titman, Sheridan dan Wessels Roberto. 1988. The Determinants Of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, Vol.43, No.1 : 1-19.
- Utami, Endang Sri. 2009. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur. *FENOMENA*, Vol.7, No.1 : 39-47.
- Utomo, Prasetyo 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*, Vol.11, No.3 : 374-383.
- Van Horne, James C. 2002. *Financial Management Policy*. New Jersey : Prentice Hall International Inc.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan : Sebuah Perspektif Teori Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.5, No.2 : 1-16.
- Wald, John. K. 1999. How Firm Characteristics Affect Capital Structure An International Company. *The Journal of Financial Research*, Vol.21, No.2 : 161-187.

- Wan, Siaw Peng. 1999. Corporate Finance: Capital Structure Decision. *Working Paper University of Illinois at Urbana-Champaign* : 1 – 28.
- Wahyudi, Untung dan Pawestri, Hartini Prasetyaning. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan : Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi IX*. Padang 23-26 Agustus.
- Weston, J. Fred dan Brigham, Eugene F. 2005. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta : Erlangga
- Widjaja, Indra 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, Tahun XII*, No. 02 : 139-150.
- Wijaya, I Putu Ade Sucita dan Utama, I Made Karya. 2014. Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aset dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Serta Harga Saham. *Ejurnal Akuntansi Universitas Udayana*, Vol. 6 , No 3 : 514-530.
- Wijaya, Lihan Rini Puspo dan Wibawa, Bandi Anas. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi VIII Purwokerto* : 1-21.
- Yeniatie dan Destriana, Nicken. 2010. Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.2, No.1 : 1-16.
- Yuliani., H.M.A Rasyid Umrie, dan Yuliansyah M. Diah. 2014. Determinan Struktur Modal Dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan Pada Pasar Yang Sedang Berkembang (Studi Pada Sektor Real Estate And Property). *Manajemen Usahawan Indonesia*, Vol.43, No.1 : 1-22.
- Zulfa, Ingg. 2013. Pengaruh Rentabilitas, Likuiditas, Kecukupan Modal Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham Perusahaan Perbankan Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Universitas Negeri Padang*.

Lampiran 1 Sampel Penelitian

PERUSAHAAN PERTAMBANGAN			
SUB SEKTOR	NAMA PERUSAHAAN	KODE SAHAM	TANGGAL IPO
Batu Bara	Adaro Energi, Tbk	ADRO	16 Juli 2008
	Indo Tambangraya Megah, Tbk	ITMG	18 Desember 2007
	Resource Alam Indonesia, Tbk	KKGI	01 Juli 1991
	Tambang Batubara Bukit Asam (Persero), Tbk	PTBA	23 Desember 2002
	Petrosea, Tbk	PTRO	21 Mei 1990
Minyak dan Gas Bumi	Medco Energy International, Tbk	MEDC	12 Oktober 1994
	Radiant Utama Interinsco, Tbk	RUIS	12 Juli 2006
Logam dan Mineral	Vale Indonesia, Tbk	INCO	16 Mei 1990
	Timah (Persero), Tbk	TINS	19 Oktober 1995
Batu-Batuan	Citatah, Tbk	CTTH	07 Maret 1996
	Mitra Investindo, Tbk	MITI	16 Juli 1997

Lampiran 2 Penelitian Terdahulu

Peneliti, Tahun	Judul	Variabel Penelitian	Alat Analisis	Hasil Penelitian	Critical View
Pervaiz Ahmed Memon, Rohani Bt Md Rus, & Zahiruddin B. Ghazali, (2015).	<i>Firm and Macroeconomic Determinants of Debt: Pakistan Evidence</i>	Var. Dependen : <i>Debt</i> Var. Independen : <i>Profitability, tangibility, size, earning volatility, growth, tax rate, non debt tax shield, cash, interest rate, gross domestic product growth, & inflation</i>	<i>Pooled Regression Analysis (common constant method & fixed effect method)</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Profitability, tangibility, & size</i> signifikan terhadap <i>debt</i> pada kedua metode yang digunakan. 2. <i>Cash & non debt tax shield</i> signifikan negatif terhadap <i>debt</i> menggunakan <i>common constant method</i>. 3. <i>Interest rate & inflation</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>debt</i> menggunakan <i>fixed effect method</i>. 4. <i>Tax rate & GDP</i> tidak signifikan terhadap <i>debt</i> pada kedua metode yang digunakan. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Kedua metode pada alat analisis yang digunakan tidak memberikan perbedaan yang signifikan pada hasil penelitian. 2. Alasan yang diungkapkan untuk menggunakan kedua metode tidak cukup menguatkan bahwa penelitian ini harus menggunakan kedua metode itu. 3. <i>Pooled analysis</i> hanya disarankan menggunakan salah satu model penelitian, <i>common constant method</i> atau <i>fixed effect method</i>. 4. Tidak menggunakan uji model <i>path analysis</i> dalam menentukan metode mana yang sesuai untuk penelitian.
Pornpen Thipayana, (2014).	<i>Determinants of Capital Structure in Thailand</i>	Var. Dependen : <i>Leverage (total debt, long term debt, long term market value)</i> Var. Independen : <i>firm size, profitability, asset tangibility, growth opportunity, business risk or volatility.</i>	<i>Multiple Regression Analysis</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Firm size</i> meningkatkan penggunaan hutang atau signifikan positif terhadap <i>leverage ratio</i>. 2. <i>Profitability</i> berpengaruh signifikan negatif terhadap <i>leverage ratio</i>. 3. <i>Tangibility, Growth Opportunity, Business Risk</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>leverage</i>. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Penelitian ini tidak menjelaskan fokus permasalahan yang akan diteliti & tidak menjelaskan adanya <i>research gap</i> penelitian. 2. Tidak menjelaskan kajian teoritis penelitian. 3. Hipotesis yang akan diuji tidak diungkapkan. 4. Tidak memberikan saran bagi peneliti selanjutnya.

Peneliti, Tahun	Judul	Variabel Penelitian	Alat Analisis	Hasil Penelitian	Critical View
	Di Bursa Efek Indonesia.	<i>long-term debt to assets (LDA)</i> . Var. Moderator : ukuran perusahaan, pertumbuhan aset tetap, profitabilitas perusahaan		tidak dapat memoderasi pengaruh LDE terhadap nilai perusahaan. 3. Ukuran perusahaan tidak dapat memoderasi pengaruh LDA terhadap nilai perusahaan. 4. LDA, ukuran perusahaan, profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. 5. Ukuran perusahaan negatif dalam memoderasi pengaruh LDA terhadap nilai perusahaan dan signifikan. 6. Profitabilitas negatif dalam memoderasi pengaruh LDA terhadap nilai perusahaan namun tidak signifikan.	
Yuliani & H.M.A. Rasyid Hs. Umrie & Yuliansyah M. Diah, (2014).	Determinan Struktur Modal dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan pada Pasar yang Sedang Berkembang (Studi pada Sektor <i>Real Estate and Property</i>)	Var. Dependen : nilai perusahaan Var. <i>Intervening</i> : struktur modal Var. Independen : tingkat penjualan, struktur aktiva, potensi pertumbuhan, profitabilitas, <i>non debt tax shield</i> , skala perusahaan, kondisi internal perusahaan	<i>Path Analysis</i>	1. Tingkat penjualan, profitabilitas, <i>non debt tax shield</i> , dan kondisi internal tidak signifikan terhadap struktur modal. 2. Struktur aktiva berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal. 3. Potensi pertumbuhan, skala perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. 4. Struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.	Kesimpulan yang diberikan tidak sesuai dengan tujuan penelitian yang dikemukakan.

Peneliti, Tahun	Judul	Variabel Penelitian	Alat Analisis	Hasil Penelitian	Critical View
Fitria Fauzi, Abdul Basyith, & Muhammad Idris, (2013).	<i>The Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of New Zealand Listed Firms</i>	Var. Dependen : <i>Leverage (total debt, total long term debt, total short term debt)</i> Var. Independen : <i>tangibility, non debt tax shield, profitability, growth, signalling, firm size, managerial ownership</i>	<i>Dynamic-Panel Instrumental Variable-Generalised Methods of Moments (IV-GMM)</i>	1. <i>Tangibility, growth, signalling, managerial ownership, firm size</i> signifikan terhadap <i>total debt</i> , namun <i>non debt tax shield</i> dan <i>profitability</i> tidak berpengaruh signifikan. 2. <i>Growth</i> berpengaruh signifikan positif terhadap <i>long term debt</i> . 3. <i>Tangibility, profitability, managerial ownership, firm size, growth</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>short term debt</i> .	Tidak memberikan penjelasan mengenai penggunaan empat alat analisis (<i>OLS Robust, 2SLS, IV GMM, Dynamic IV-GMM</i>) pada hasil penelitian.
Dessy Handa Sari, Atim Dzajuli, & Siti Aisjah, (2013).	Determinan Struktur Modal dan Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan	Var. Dependen : Struktur modal & nilai perusahaan. Var. Independen : Profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan, struktur aktiva, <i>non debt tax shield</i> (NDTS).	<i>2 Stage Least Square (2SLS)</i>	1. Profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. 2. Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal. 3. Pertumbuhan, struktur aktiva, dan NDTS tidak signifikan terhadap struktur modal 4. Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.	1. Alasan penggunaan alat analisis 2SLS tidak dijelaskan. 2. Model penelitian tidak diungkapkan. 3. Tidak menjelaskan identifikasi dan pengukuran variabel penelitian.
Rizqy Wahyu Septiono, Suhadak, dan Darminto, (2013).	Analisis Faktor Mikro Terhadap Struktur Modal & Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Non-Bank yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Indeks LQ 45 Periode 2009-2011)	Var. Dependen : struktur modal dan nilai perusahaan Var. Independen : ukuran perusahaan, profitabilitas dan likuiditas	<i>Partial Least Square (PLS)</i> .	1. Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. 2. Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. 3. Likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. 4. Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. 5. Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. 6. Likuiditas terhadap nilai perusahaan diperoleh hasil yang tidak signifikan. 7. Struktur modal berpengaruh signifikan negatif thd nilai perusahaan.	1. Tidak menjelaskan adanya <i>research gap</i> penelitian. 2. Alasan pemilihan obyek penelitian tidak dijelaskan.

Peneliti, Tahun	Judul	Variabel Penelitian	Alat Analisis	Hasil Penelitian	Critical View
Jaelani La Masidonda, M.S. Idrus, Ubud Salim, Djumahir, (2013)	<i>Determinants of Capital Structure and Impact Capital Structure on Firm Value</i>	Var. Dependen : <i>capital structure (long term debt to equity/LTDE, long term debt to total asset/LTDA</i> dan nilai perusahaan. Var. Independen : <i>CEO ability, profitability, non-debt tax shield (NDTS), cash flow, CEO ownership, LTDE, LTDA</i>	<i>Path Analysis</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>CEO ability</i> berpengaruh signifikan negatif terhadap LTDE. 2. <i>Profitability, NDTS, cash flow</i> tidak signifikan terhadap LTDE. 3. <i>CEO ownership</i> berpengaruh signifikan positif terhadap LTDE. 4. <i>CEO ability</i> berpengaruh signifikan positif terhadap LTDA. 5. <i>Profitability, NDTS, CEO ownership</i> berpengaruh signifikan negatif terhadap LTDA. 6. <i>Cash flow</i> tidak signifikan terhadap LTDA. 7. LTDE dan LTDA berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Tidak menunjukkan adanya <i>research gap</i> penelitian. 2. Proksi yang digunakan pada penelitian ini tidak dijelaskan. 3. Model penelitian tidak diungkapkan. 4. Proksi yang digunakan bagi variabel <i>CEO ability</i> kurang tepat karena terbatas hanya melihat masa jabatan di perusahaan yang ia pimpin.
Thian Cheng Lim, (2012).	<i>Determinants of capital structure empirical evidents from financial services listed firms in china</i>	Var. Dependen : <i>Debt (total debt, long term debt)</i> Var. Independen : <i>Profitability, asset tangibility, firm size, non debt tax shield (NDTS), growth opportunities, earnings volatility, ownership structure.</i>	<i>Multiple Linear Regression</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Profitability, volatility, NDTS & ownership structure</i> signifikan negatif <i>firm size</i> signifikan positif terhadap <i>total debt</i>. 2. <i>Firm size, NDTS</i> berpengaruh signifikan negatif namun <i>profitability</i> tidak signifikan terhadap <i>long term debt</i>. 	Bagian pendahuluan tidak menjelaskan adanya <i>research gap</i> penelitian.
Werner Ria Murhadi, (2011).	Determinan Struktur Modal: Studi di Asia Tenggara	Var. Dependen : Hutang Var. Independen : Profitabilitas, ukuran perusahaan, <i>asset tangibility</i> , pertumbuhan perusahaan & <i>non-debt tax shield (NDTS)</i>	<i>Pooled Least Square Analysis (PLS)</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat hutang. 2. Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap tingkat hutang. 3. <i>Asset tangibility</i> berpengaruh positif signifikan terhadap tingkat hutang. 4. Pertumbuhan memiliki hubungan negatif signifikan dengan hutang. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Alasan menggunakan alat analisis PLS tidak dijelaskan. 2. Tidak memberikan saran bagi peneliti selanjutnya.

Peneliti, Tahun	Judul	Variabel Penelitian	Alat Analisis	Hasil Penelitian	Critical View
				5. NDTs memiliki hubungan positif tidak signifikan terhadap hutang. 6. Struktur modal yang digunakan oleh perusahaan sektor <i>mining</i> di ASEAN tidak memiliki perbedaan nyata.	
Prasetyo Utomo & Djumahir, (2011).	Pengaruh Variabel Fundamental Terhadap Struktur Modal dan Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Tekstil <i>Go Public</i> di Indonesia).	Var. Dependen : Struktur modal & nilai perusahaan. Var. Independen : Profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur aktiva, peluang pertumbuhan, <i>non debt tax shields</i> (NDTS), volatilitas laba.	Regresi 2 Tahap (2SLS)	1. Profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. 2. Struktur aktiva dan volatilitas laba berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal. 3. Struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, namun berarah negatif.	1. Alasan menggunakan alat analisis 2SLS tidak diungkapkan. 2. Model penelitian tidak dijelaskan. 3. Tidak memberikan saran bagi perusahaan tekstil terkait dengan hasil penelitian yang dilakukan.
Mirna Amirya, Sari Atmini, (2008)	Determinan Tingkat Hutang serta Hubungan tingkat Hutang Terhadap Nilai Perusahaan : Perspektif POT	Var. Dependen : Hutang & Nilai Perusahaan Var. Independen : Kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, dan total aktiva.	<i>Path Analysis</i>	1. Kebijakan dividen, dan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang. 2. Pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat hutang namun arahnya negatif. 3. Pertumbuhan total aktiva berpengaruh positif thd tingkat hutang perusahaan. 4. Tingkat hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.	1. Bagian pendahuluan tidak menjelaskan alasan pemilihan perusahaan manufaktur sebagai obyek penelitian. 2. Periode pengamatan hanya terbatas selama 2 tahun.

Peneliti, Tahun	Judul	Variabel Penelitian	Alat Analisis	Hasil Penelitian	Critical View
Masdar Mas'ud, (2008)	Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya Terhadap Nilai Perusahaan	Var. Dependen : Struktur modal & nilai perusahaan Var. Independen : <i>Profitability, Size, Growth opportunity, Asset Structure, Cost of Financial Distress, Tax Shield Effect</i>	<i>Structural Equation Model (SEM)</i>	1. <i>Profitability, size, asset structure, growth opportunity, cost of financial distress</i> berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal. 2. <i>Tax Shield Effect</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. 3. Struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.	1. Bagian latar belakang tidak menjelaskan alasan pemilihan obyek penelitian serta tidak memunculkan adanya <i>research gap</i> penelitian sebelumnya. 2. Tidak memberikan saran bagi peneliti selanjutnya.
Abe de Jong, Rezaul Kabir & Thuy Thu Nguyen, (2008).	<i>Capital Structure around the World: The Roles of Firm and Country-Specific Determinants</i>	Var. Dependen : <i>Leverage</i> Var. Independen : <i>Tangibility, business risk, firm size, tax rate, growth opportunity, profitability, liquidity, bond market structure, stock market structure, capital formation, creditor right protection & GDP.</i>	<i>OLS Regression and WLS Regression</i>	1. <i>Tangibility, firm size, risk, growth dan profitability</i> berpengaruh signifikan dan konsisten dengan prediksi dari teori struktur modal konvensional. 2. Faktor-faktor struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>leverage</i> di beberapa negara. 3. Pengukuran <i>direct impact of country specific factors</i> terhadap <i>leverage</i> : <i>Creditor right protection, bond market development, & GDP growth rate</i> memiliki pengaruh signifikan terhadap <i>leverage</i> perusahaan. 4. Pengukuran <i>indirect impact of country-specific factors</i> terhadap <i>leverage</i> : <i>legal enforcement, creditor/ shareholder, right protection, capital formation & GDP growth rate</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>leverage</i> perusahaan.	Hasil penelitian belum dapat menjelaskan faktor-faktor yang berpengaruh lebih dominan bagi keputusan struktur modal di setiap negara.
Samuel G. H. Huang & Frank M. Song, (2006).	<i>The Determinants of Capital Structure: Evidence from China</i>	Var. Dependen : <i>Leverage</i> Var. Independen : <i>Profitability, tangibility, tax effect, size, non debt tax shield, growth opportunity, volatility,</i>	<i>OLS Regression</i>	1. <i>Leverage</i> pada perusahaan Cina meningkat sejalan dengan peningkatan <i>firm size, fixed assets, volatility, ownership structure, tangibility, dan institutional shareholdings.</i> 2. <i>Leverage</i> pada perusahaan Cina menurun sejalan dengan penurunan	1. Tidak menjelaskan hipotesis yang akan diuji. 2. Model penelitian tidak dijelaskan.

Peneliti, Tahun	Judul	Variabel Penelitian	Alat Analisis	Hasil Penelitian	Critical View
		<i>ownership structure & managerial shareholdings</i>		<i>profitability, growth opportunities, dan non debt tax shield.</i>	
Jean J. Chen, (2004)	<i>Determinants of Capital Structure of Chinese-Listed Companies</i>	Var. Dependen : <i>Leverage</i> Var. Independen : <i>Profitability, Size, Growth Opportunity, Asset Structure, Cost of Financial Distress, Tax Shields Effect</i>	<i>Pooled Regression Analysis (Pooled OLS, fixed effect, random effect)</i>	1. <i>Profitability</i> dan <i>Firm's size</i> berarah negatif terhadap <i>leverage</i> . 2. <i>Growth Opportunity</i> , dan <i>Tangibility</i> berarah positif terhadap <i>leverage</i> pada perusahaan publik di China.	1. Ketiga metode pada alat analisis yang digunakan tidak memberikan perbedaan yang signifikan pada hasil penelitian. 2. Alasan yang diungkapkan untuk menggunakan ketiga metode tidak cukup menguatkan bahwa penelitian ini harus menggunakan ketiga metode itu. 3. <i>Pooled analysis</i> hanya disarankan menggunakan salah satu model penelitian, <i>common method</i> atau <i>fixed effect method</i> atau <i>random effect</i> . 4. Tidak menggunakan uji model <i>path analysis</i> dalam menentukan metode mana yang sesuai untuk penelitian. 5. Hipotesis penelitian tidak dijelaskan.
Murray Z. Frank, & Vidhan K. Goyal, (2003).	<i>Testing The Pecking Order Theory of Capital Structure</i>	Var. Dependen : <i>leverage</i> Var. Independen : <i>Tangibility of assets, market-to-book ratio, log sales, & profitability</i>	<i>Multiple Regression</i>	1. <i>Tangibility & log sales</i> berpengaruh signifikan positif terhadap <i>leverage</i> . 2. <i>Market to book ratio & profitability</i> berpengaruh signifikan negatif terhadap <i>leverage</i> .	1. Alasan penggunaan alat analisis tidak dijelaskan. 2. Tidak memberikan saran bagi peneliti selanjutnya.

Peneliti, Tahun	Judul	Variabel Penelitian	Alat Analisis	Hasil Penelitian	Critical View
Laurence Booth, Varouj Aivazian, Asli Demirguc Kunt, & Vojislav Maksimovic, (2001).	<i>Capital Structure in Developing Countries.</i>	Var. Dependen : <i>debt</i> Var. Independen : <i>the impact of tax, agency cost & financial distress, growth opportunity, business risk, tangibility of assets, & size</i>	<i>Panel Data Regression (fixed effect)</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Average Tax of Rate</i> berarah negatif terhadap <i>debt ratio</i> di sebagian besar negara sampel penelitian. 2. <i>Asset tangibility</i> berarah positif terhadap <i>debt ratio</i> di beberapa negara sampel penelitian. 3. <i>Business risk</i> berarah negatif terhadap <i>debt ratio</i> untuk enam negara dan berarah positif bagi empat negara. 4. <i>Profitability</i> berpengaruh signifikan negatif terhadap <i>debt ratio</i> di semua negara sampel penelitian. 5. <i>Size</i> memiliki pengaruh signifikan positif terhadap <i>debt ratio</i> di semua negara sampel penelitian 6. <i>Market book ratio</i> berarah positif terhadap <i>debt ratio</i> di sebagian besar negara sampel penelitian. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Proksi yang digunakan untuk <i>debt ratio</i> tidak selalu sama bagi beberapa negara yang menjadi sampel penelitian. 2. Perbedaan tingkat kurs negara sampel dengan kurs dolar Amerika dapat mempengaruhi hasil penelitian.
John K. Wald, (1999).	<i>How Firm Characteristics Affect Capital Structure An International Company.</i>	Var. Dependen : <i>Debt</i> Var. Independen : <i>Cost of Financial Distress, Moral Hazard, Non Debt Tax Shield (NDTS), Profitability, Growth, & Size</i>	<i>Probit Regression and Debt Ratio</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Cost of financial distress</i> signifikan negatif terhadap <i>debt ratio</i>. 2. <i>Moral hazard</i> signifikan terhadap <i>debt ratio</i>. 3. <i>NDTS</i> signifikan negatif terhadap <i>debt ratio</i> di semua negara sampel. 4. <i>Profitability</i> signifikan negatif terhadap <i>debt ratio</i> di semua negara sampel. 5. <i>Growth</i> signifikan positif terhadap <i>debt ratio</i> di semua negara sampel. 6. <i>Size</i> tidak signifikan di Prancis, tapi signifikan positif di United States, United Kingdom, Jepang, dan Jerman. 	Model penelitian tidak diungkapkan.

Peneliti, Tahun	Judul	Variabel Penelitian	Alat Analisis	Hasil Penelitian	Critical View
V. Sivarama Krishnan & R. Charles Moyers, (1997).	<i>Performance, Capital Structure And Home Country : An Analysis Of Asian Corporations</i>	Model 1 : Var. Dependen : <i>Corporate Performance</i> Var. Independen : <i>Leverage, Growth, Size, Risk, Tax Rate, Country</i> Model 2 : Var. Dependen: <i>leverage</i> Var. Independen : <i>Asset Structure, Growth, Size, Profitability, Tax Rate, Risk, Country, Industry</i>	<i>Analysis of Variance (ANOVA)</i>	Model 1: 1. <i>Risk</i> berpengaruh signifikan positif terhadap <i>corporate performance</i> . 2. <i>Firm size & financial risk</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>performance</i> . 3. <i>Tax Rate</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>performance</i> . 4. <i>Leverage</i> tidak berdampak pada <i>corporate performance</i> . Model 2 : 1. <i>Size</i> berpengaruh signifikan positif terhadap <i>leverage</i> . 2. <i>The effective tax rate</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>total debt</i> , tapi tidak signifikan terhadap the <i>long-term debt</i> . 3. <i>Profitability</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>leverage</i> . 4. <i>Asset structure & growth opportunity</i> tidak signifikan terhadap <i>leverage</i> pada negara sampel.	1. Tidak menjelaskan hipotesis penelitian. 2. Tidak memberikan saran pada peneliti selanjutnya.
Raghuram G. Rajan & Luigi Zingales, (1995).	<i>What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data.</i>	Var. Dependen : <i>Leverage.</i> Var. Independen : <i>Tangible Assets, Market Book Ratio, Size, Profitability</i>	<i>Multiple Regression</i>	1. <i>Size & Tangible Asset</i> berarah positif terhadap <i>leverage</i> . 2. <i>Profitability & Market Book Ratio</i> berarah negatif terhadap <i>leverage</i> .	Model penelitian tidak diungkapkan.
Sheridan Titman & Roberto Wessels, (1988).	<i>The Determinants of Capital Structure Choice.</i>	Var. Dependen : <i>Debt</i> Var. Independen : <i>Collateral Value of Asset, Non Debt Tax</i>	<i>Structural Equation Model (SEM)</i>	1. <i>Uniqueness</i> berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio utang.	1. Terdapat beberapa variabel yang tidak mampu dijelaskan oleh indikator penelitian.

Digital Repository Universitas Jember

Peneliti, Tahun	Judul	Variabel Penelitian	Alat Analisis	Hasil Penelitian	Critical View
		<i>Shield (NDTS), Growth, Uniqueness, Industry Classification, Size, Volatility, Profitability</i>		2. Hasil yang sama juga ditunjukkan oleh <i>growth, size, profitability, NDTS, dan collateral value</i> .	2. Kesalah pengukuran pada indikator variabel dapat berhubungan dengan kesalahan pengukuran pada variabel terikat sehingga menciptakan korelasi yang salah.
W.Carl Kester, (1986)	<i>Capital and Ownership Structure : A Comparison of US and Japanese Manufacturing Corporation.</i>	Var. Dependen : <i>Leverage</i> Var. Independen : <i>profitability, risk, growth, size, & country (dummy variable)</i>	<i>Ordinary Least Square (OLS)</i>	1. Ketika <i>leverage</i> diukur berdasarkan <i>market value</i> dan disesuaikan dengan aset likuid, tidak ada perbedaan yang signifikan pada <i>leverage</i> antara Amerika Serikat dan Jepang yang bisa dijelaskan oleh faktor-faktor seperti <i>growth, profitability, risk, size, & industry classification</i> . 2. Ketika <i>leverage</i> diukur berdasarkan <i>book value, leverage</i> secara signifikan lebih tinggi ditemukan di Jepang bahkan setelah mengendalikan faktor-faktor tersebut.	Tidak memberikan saran bagi peneliti selanjutnya.
Michael Bradley, Gregg A. Jarrell, & E. Han Kim, (1984).	<i>On The Existence of An Optimal Capital Structure : Theory and Evidence.</i>	Var. Dependen : <i>Leverage</i> Var. Independen : <i>Firm Volatility, Non Debt Tax Shield (NDTS), Advertising and R&D Expenses</i>	<i>Analysis Of Variance (ANOVA)</i>	1. <i>Firm Volatility</i> berpengaruh signifikan negatif <i>debt ratio</i> . 2. <i>Advertising and R&D Expenses</i> berpengaruh signifikan negatif terhadap <i>debt ratio</i> . 3. <i>NDTS</i> berpengaruh signifikan positif terhadap <i>debt ratio</i> .	Identifikasi dan pengukuran variabel tidak dijelaskan.
Paul Marsh, (1982).	<i>The Choice Between Equity & Debt</i>	Var. Dependen : <i>Debt</i> Var. Independen : <i>company size, operating risk, asset composition</i>	<i>Logit Analysis & Probit Analysis</i>	1. <i>Company size, operating risk, asset composition</i> jauh lebih signifikan pada model penelitian. 2. Penelitian ini membuktikan bahwa perusahaan membuat pilihan instrumen pendanaan sesuai dengan target perusahaan. 3. Hasil penelitian konsisten dengan target perusahaan.	Tidak memberikan saran bagi peneliti selanjutnya.

Lampiran 3 Data Penelitian

Kode	Tahun	PROFT	SIZE	GROWTH	BRISK	ASSET	MOWN	INST	DEBT	VALUE
ADRO	2008	0,0867	31,1491	0,5607	0,0258	0,2340	1,0000	0,8212	0,3847	13,9233
	2009	0,2020	31,3797	0,4889	0,0895	0,2366	1,0000	0,8351	0,3993	12,6706
	2010	0,1244	31,3348	-0,0835	0,0118	0,3004	1,0000	0,8408	0,3984	36,9518
	2011	0,1772	31,5690	0,4645	0,0646	0,3392	1,0000	0,8408	0,4307	11,3443
	2012	0,1066	31,8010	-0,0045	0,0059	0,3637	1,0000	0,8404	0,4181	13,7209
	2013	0,0623	32,0387	0,1124	0,0503	0,3758	1,0000	0,8485	0,4106	12,4762
	2014	0,0286	32,0104	0,0331	0,0839	0,4104	1,0000	0,8488	0,3712	15,0092
ITMG	2008	0,3531	30,0032	0,9837	0,0276	0,5271	1,0000	0,9998	0,0437	4,6121
	2009	0,3808	30,0571	-0,0126	0,3808	0,4889	1,0000	0,9998	0,0591	11,3435
	2010	0,2545	29,9132	0,0534	0,0091	0,5791	1,0000	0,9999	0,0341	31,2411
	2011	0,4624	30,2922	0,4400	0,2853	0,4287	1,0000	0,9998	0,0297	8,8836
	2012	0,3964	30,2996	0,0919	0,0530	0,4861	1,0000	0,9997	0,0347	11,2374
	2013	0,2305	30,4624	0,1260	0,4564	0,5467	1,0000	0,9998	0,0385	11,4627
	2014	0,2004	30,4199	-0,0900	0,1461	0,5996	1,0000	0,9998	0,0341	6,9750
KKGI	2008	0,2455	26,1401	5,0140	0,0789	0,4559	1,0000	0,9967	0,1474	11,1184
	2009	0,1771	26,3325	0,2017	0,1473	0,3860	1,0000	0,9967	0,0936	17,1858
	2010	0,4494	26,9909	1,3840	0,1250	0,2793	1,0000	0,9967	0,0922	22,2856
	2011	0,6870	27,6087	1,1949	0,3626	0,1898	1,0000	0,9967	0,0570	14,3269
	2012	0,3465	27,6348	-0,0233	0,0221	0,4575	1,0000	0,9967	0,0543	10,8416
	2013	0,2369	27,8881	0,1348	0,0874	0,4469	1,0000	0,9966	0,0448	9,5138
	2014	0,1283	27,8450	-0,2838	0,1961	0,2995	1,0000	0,9966	0,0382	9,7713
PTBA	2008	0,4179	29,4404	0,7499	0,0989	0,2268	1,0000	0,9997	0,1107	9,3095
	2009	0,4657	29,7202	0,2400	0,1467	0,1765	1,0000	0,9997	0,1129	14,5712
	2010	0,2980	29,7969	-0,1161	0,0210	0,2304	1,0000	0,9998	0,1300	26,3229
	2011	0,3527	30,0740	0,3379	0,0337	0,1975	1,0000	0,9999	0,1242	12,9549
	2012	0,3073	30,1749	0,0957	0,0117	0,2363	1,0000	0,9943	0,1927	11,9645
	2013	0,2108	30,0887	-0,0332	0,1082	0,3422	1,0000	0,9436	0,1597	12,4023
	2014	0,1806	30,3265	0,1667	0,1384	0,3641	1,0000	0,9436	0,1733	13,4794
PTRO	2008	0,0283	28,2999	0,8993	0,0689	0,9014	1,0000	0,9996	0,1870	19,0037
	2009	0,0235	28,2387	-0,2802	0,0737	1,0682	1,0000	0,9996	0,2739	69,5492
	2010	0,2319	28,3245	0,0363	0,1347	1,2043	1,0000	0,9996	0,1596	6,9027
	2011	0,1756	28,8611	0,4230	0,0784	1,0295	1,0000	0,9247	0,2799	7,0147
	2012	0,1200	29,2647	0,5585	0,0228	0,9588	1,0000	0,9247	0,4088	2,8028
	2013	0,0542	29,4567	0,1775	0,0430	0,9921	1,0000	0,9247	0,3738	5,4980
	2014	0,0470	29,3921	-0,0138	0,0502	1,1228	1,0000	0,9247	0,3579	33,2875
MEDC	2008	0,2511	30,7076	-0,0042	0,1598	0,1171	0,0000	1,0000	0,4278	1,7931
	2009	0,0248	30,5892	-0,5180	0,0665	0,1537	0,0000	1,0000	0,3939	39,7020
	2010	0,0947	30,6506	0,8835	0,0035	0,1570	0,0000	1,0000	0,4069	13,2959
	2011	0,0828	30,7864	0,2401	0,0085	0,0730	0,0000	1,0000	0,3596	10,4753
	2012	0,0680	30,8768	-0,1521	0,0233	0,0736	0,0000	1,0000	0,5198	44,6052
	2013	0,0765	31,0604	0,2326	0,0148	0,0703	0,0000	1,0000	0,4838	45,6264
	2014	0,0411	31,1461	-0,1381	0,0502	0,0605	0,0000	1,0000	0,4864	74,2122

lanjutan Lampiran 3

Kode	Tahun	PROFT	SIZE	GROWTH	BRISK	ASSET	MOWN	INST	DEBT	VALUE
RUIS	2008	0,0772	27,1506	0,3228	0,0309	0,3785	0,0000	1,0000	0,3349	10,7539
	2009	0,0539	27,0574	-0,1196	0,0076	0,4534	0,0000	1,0000	0,3311	7,5693
	2010	0,0344	27,1117	0,0102	0,0119	0,4591	0,0000	1,0000	0,2001	12,0070
	2011	0,0119	27,6168	0,1105	0,0344	0,5583	0,0000	1,0000	0,3616	52,1883
	2012	0,0410	27,7936	0,3767	0,0053	0,4628	0,0000	1,0000	0,2836	5,3111
	2013	0,0441	27,8763	0,1211	0,0022	0,4595	0,0000	0,9999	0,2902	4,9895
	2014	0,0616	27,8654	0,0204	0,0153	0,6115	0,0000	0,9900	0,1782	2,9995
INCO	2008	0,2513	30,6359	-0,3442	0,1106	1,3249	1,0000	0,9999	0,1197	4,8741
	2009	0,1167	30,5828	-0,5000	0,0240	1,2671	1,0000	0,9999	0,1772	22,5442
	2010	0,2654	30,6113	0,5975	0,1247	1,2545	1,0000	0,9999	0,1608	12,3183
	2011	0,1868	30,7201	-0,0181	0,0460	1,2205	1,0000	0,9999	0,1955	10,5057
	2012	0,0392	30,7472	-0,1698	0,1016	1,3299	1,0000	0,9999	0,1912	35,7769
	2013	0,0243	30,9562	0,2010	0,1164	1,4199	0,0000	1,0000	0,1745	55,8898
	2014	0,1015	30,9996	0,1495	0,0393	1,4204	0,0000	1,0000	0,1459	16,8075
TINS	2008	0,3646	29,3863	0,0598	0,1967	0,4159	1,0000	0,9999	0,0559	4,0493
	2009	0,1131	29,2112	-0,1484	0,0547	0,6254	1,0000	0,9999	0,0481	32,0829
	2010	0,1917	29,4028	0,0816	0,0238	0,5742	1,0000	0,9999	0,0695	14,6010
	2011	0,1930	29,5135	0,0492	0,0252	0,5770	1,0000	0,9999	0,0837	9,3726
	2012	0,1060	29,4395	-0,1060	0,0619	0,7113	1,0000	0,9999	0,0956	17,9595
	2013	0,1017	29,6958	-0,2553	0,0662	0,5965	1,0000	0,9999	0,0700	15,0480
	2014	0,1049	29,9085	0,2653	0,0629	0,5383	1,0000	0,9999	0,0648	14,3592
CTTH	2008	0,0061	26,0386	0,6246	0,0191	0,3336	1,0000	0,9342	0,1054	17,5583
	2009	0,0810	25,9683	-0,0701	0,0558	1,2010	1,0000	0,9342	0,1137	5,0115
	2010	0,0618	26,0197	0,0238	0,0366	1,1601	1,0000	0,9342	0,1104	6,9329
	2011	0,0076	26,1089	-0,0266	0,0176	1,1209	1,0000	0,9341	0,1183	95,3557
	2012	0,0122	26,2895	0,0894	0,0130	0,9374	1,0000	0,9341	0,1025	24,9799
	2013	0,0059	26,5131	0,4266	0,0193	0,7915	1,0000	0,9341	0,1007	162,7289
	2014	0,0018	26,6260	-0,1065	0,0234	0,7208	1,0000	0,9342	0,0907	83,7291
MITI	2008	0,0092	25,5740	0,7934	0,1150	0,5177	1,0000	0,9766	0,2012	55,5817
	2009	0,0914	25,4179	-0,2649	0,0328	0,5466	1,0000	0,9766	0,3482	14,3778
	2010	0,0815	25,4675	0,2460	0,0428	0,5152	1,0000	0,9766	0,1898	19,6335
	2011	0,2904	25,4937	0,6372	0,1661	0,5033	1,0000	0,9961	0,1013	4,7632
	2012	0,1877	25,7241	0,0820	0,0635	0,5461	1,0000	0,9961	0,1540	9,6428
	2013	0,1768	25,7795	-0,0719	0,0526	0,5173	1,0000	0,9961	0,1287	8,7482
	2014	0,0326	26,6168	0,2094	0,0916	0,2252	1,0000	0,9981	0,0854	46,2595

Lampiran 4 Hasil Uji Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
PROFT	77	,6852	,0018	,6870	,161291	,1395705
SIZE	77	6,6208	25,4179	32,0387	28,939830	1,9460183
GROWTH	77	5,5320	-,5180	5,0140	,232055	,6586415
BRISK	77	,4542	,0022	,4564	,077626	,0854676
ASSET	77	1,3599	,0605	1,4204	,577700	,3682851
MOWN	77	1,0000	,0000	1,0000	,792208	,4083878
INST	77	,1788	,8212	1,0000	,972378	,0491613
DEBT	77	,4901	,0297	,5198	,198953	,1393052
VALUE	77	160,9358	1,7931	162,7289	21,934794	25,1622214
Valid N (listwise)	77					

Lampiran 5 Hasil Uji Normalitas

Uji Normalitas Tahap 1

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual (Y=DEBT)	Unstandardized Residual (Y=VALUE)
N		77	77
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,000000	0E-7
	Std. Deviation	,0798131	22,89376022
	Absolute	,087	,161
Most Extreme Differences	Positive	,087	,161
	Negative	-,036	-,140
Kolmogorov-Smirnov Z		,768	1,410
Asymp. Sig. (2-tailed)		,598	,038

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Uji Normalitas Tahap 2

(Transformasi Data)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual (Y = DEBT)	Unstandardized Residual (Y = LnVALUE)
N		77	77
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,000000	,000000
	Std. Deviation	,0798131	,7761192
	Absolute	,087	,095
Most Extreme Differences	Positive	,087	,095
	Negative	-,036	-,044
Kolmogorov-Smirnov Z		,768	,830
Asymp. Sig. (2-tailed)		,598	,496

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Lampiran 6 Hasil Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas (Y = DEBT)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
								(Constant)
1	PROFT	-,170	,106	-,171	-1,604	,113	,421	2,377
	SIZE	,015	,006	,212	2,623	,011	,732	1,367
	GROWTH	,013	,016	,062	,823	,414	,847	1,180
	BRISK	-,132	,135	-,081	-,977	,332	,692	1,445
	ASSET	-,047	,030	-,125	-1,586	,117	,761	1,314
	MOWN	-,177	,032	-,518	-5,485	,000	,533	1,875
	INST	-1,339	,256	-,473	-5,240	,000	,585	1,709

a. Dependent Variable: DEBT

Uji Multikolinearitas (Y = LnVALUE)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
								(Constant)
1	PROFT	-3,812	1,059	-,616	-3,600	,001	,406	2,466
	SIZE	,054	,059	,122	,915	,364	,665	1,503
	GROWTH	,034	,156	,026	,218	,828	,839	1,192
	BRISK	,244	1,333	,024	,183	,855	,683	1,465
	ASSET	-,441	,298	-,188	-1,480	,143	,734	1,362
	MOWN	,581	,378	,275	1,537	,129	,371	2,693
	INST	3,319	2,959	,189	1,122	,266	,419	2,389
	DEBT	-,311	1,179	-,050	-,264	,793	,328	3,046

a. Dependent Variable: LnVALUE

Lampiran 7 Hasil Uji Autokorelasi

Tabel Nilai Durbin Watson

Jumlah Observasi (n)	Jumlah Variabel Eksogen (k)	Nilai dU dan dL
n = 77	k = 7	dU = 1,832
		dL = 1,438

Uji Autokorelasi (Y = DEBT)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,439 ^a	,193	,098	,8205042	1,443

a. Predictors: (Constant), DEBT, GROWTH, ASSET, BRISK, INST, SIZE, PROFIT, MOWN

b. Dependent Variable: DEBT

Uji Autokorelasi (Y = LnVALUE)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,820 ^a	,672	,638	,0837638	,846

a. Predictors: (Constant), DEBT, GROWTH, ASSET, BRISK, INST, SIZE, PROFIT, MOWN

b. Dependent Variable: LnVALUE

Uji Autokorelasi Setelah Transformasi Model 1

(Y = LnDEBT)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,775 ^a	,601	,560	,5267986	1,767

a. Predictors: (Constant), INST, GROWTH, ASSET, BRISK, SIZE, MOWN, PROFIT

b. Dependent Variable: LnDEBT

Lampiran 8 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas (Y = DEBT)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-,002	,180		-,009	,993
PROFT	-,068	,054	-,204	-1,268	,209
SIZE	-,001	,003	-,060	-,493	,624
GROWTH	-,008	,008	-,113	-,998	,322
BRISK	-,020	,068	-,037	-,296	,768
ASSET	,038	,015	,301	2,515	,014
MOWN	-,012	,016	-,105	-,731	,467
INST	,113	,129	,119	,871	,387

a. Dependent Variable: Abs_RES_YDEBT

Uji Heteroskedastisitas (Y = LnVALUE)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	4,310	2,075		2,077	,042
PROFT	,413	,580	,123	,712	,479
SIZE	-,062	,032	-,259	-1,919	,059
GROWTH	-,051	,085	-,072	-,599	,551
BRISK	,650	,730	,119	,891	,376
ASSET	,306	,163	,240	1,875	,065
MOWN	-,547	,207	-,477	-2,643	,060
INST	-1,798	1,621	-,189	-1,109	,271
DEBT	,044	,646	,013	,067	,946

a. Dependent Variable: Abs_RES_LnVALUE

Uji Heteroskedastisitas Setelah Transformasi Data ($Y = \text{LnASSET}$)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-,033	,182		-,179	,858
PROFT	-,084	,054	-,252	-1,550	,126
SIZE	,000	,003	-,015	-,120	,904
GROWTH	-,008	,008	-,116	-1,000	,321
BRISK	-,020	,070	-,037	-,292	,772
LnASSET	,015	,008	,242	1,878	,065
MOWN	-,011	,017	-,100	-,656	,514
INST	,150	,130	,158	1,153	,253

a. Dependent Variable: Abs_RES_YDEBT

Lampiran 9 Hasil Uji Analisis Jalur

Regression Weights: (Group number 1 - Default model)

			Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
LnDEBT	<---	PROFT	-1,189	,623	-1,908	,056	par_1
LnDEBT	<---	SIZE	,038	,034	1,106	,269	par_2
LnDEBT	<---	GROWTH	,113	,094	1,203	,229	par_3
LnDEBT	<---	BRISK	-1,351	,803	-1,683	,092	par_4
LnDEBT	<---	LnASSET	-,112	,093	-1,203	,229	par_5
LnDEBT	<---	INST	-7,095	1,494	-4,750	***	par_6
LnDEBT	<---	MOWN	-,882	,201	-4,394	***	par_7
LnVALUE	<---	LnDEBT	-,110	,174	-,634	,526	par_8
LnVALUE	<---	PROFT	-4,188	,967	-4,329	***	par_9
LnVALUE	<---	SIZE	,036	,052	,690	,490	par_10
LnVALUE	<---	GROWTH	,035	,144	,241	,809	par_11
LnVALUE	<---	BRISK	,220	1,240	,177	,859	par_12
LnVALUE	<---	LnASSET	-,376	,143	-2,638	,216	par_13
LnVALUE	<---	MOWN	,737	,341	2,162	,031	par_14
LnVALUE	<---	INST	3,222	2,580	1,249	,212	par_15

Koefisien Konstanta

Intercept

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
LnDEBT	4,791	2,100	2,281	,023	par_20
LnVALUE	-1,930	3,293	-,586	,558	par_24

Koefisien Determinasi

Squared Multiple Correlations: (Group number 1 - Default model)

	Estimate
LnDEBT	,556
LnVALUE	,494