



## **PENENTU-PENENTU STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN YANG SAHAMNYA MASUK *JAKARTA ISLAMIC INDEX***

**Astiwi Indriani** ✉, **Endang Tri Widyarti**

Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro, Semarang, Indonesia

### **Info Artikel**

*Sejarah Artikel:*

Diterima Oktober 2012

Disetujui Desember 2012

Dipublikasikan Maret 2013

*Keywords:*

DER;

Growth of sales;

Growth of assets;

ROA;

Size;

Liquidity

### **Abstrak**

Penelitian ini dilakukan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal (*Debt to Equity Ratio/DER*) perusahaan yang sahamnya aktif dalam *Jakarta Islamic Index* periode tahun 2003-2005, dengan menggunakan variabel pertumbuhan penjualan, pertumbuhan aset, *Return on Asset (ROA)*, ukuran perusahaan serta likuiditas. Penentuan struktur modal perusahaan yang efeknya masuk kategori efek syariah merupakan kebijakan yang diambil manajemen untuk memperoleh sumber dana yang dapat digunakan perusahaan secara maksimal dengan memenuhi ketentuan syariah. Dengan *purposive sampling* didapatkan sampel sebanyak 11 perusahaan. Hasil regresi menunjukkan bahwa ROA berpengaruh negatif, dan ukuran perusahaan (*size firm*) berpengaruh positif terhadap DER.

### **Abstract**

*This study investigates the factors that influence capital structure i.e. debt to equity ratio (DER). Sales growth, assets growth, Return on Asset (ROA), firm size and liquidity are used as independent variable. The determination of capital structure is management policy to obtain funds that can be used optimally. Sharia stocks have certain capital structure rule. Sample of this study is active stocks in Jakarta Islamic Index traded in the period of 2003-2005. Using purposive sampling, 11 stocks are included as sample. The result shows that Return on Asset effect negatively and firm size has positive influence on Debt Equity Ratio.*

JEL Classification: G3, G32

✉ Alamat korespondensi:  
Banyumanik Barat No.6, Semarang  
E-mail: [astwi\\_i@yahoo.com](mailto:astwi_i@yahoo.com)

## PENDAHULUAN

Salah satu keputusan penting yang dihadapi oleh manajer keuangan dalam kaitannya dengan kelangsungan operasi perusahaan adalah keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal, yaitu suatu keputusan keuangan yang berkaitan dengan komposisi utang, saham preferen dan saham biasa yang harus digunakan oleh perusahaan.

Struktur modal merupakan perbandingan hutang dan ekuitas. *Debt to Equity Ratio* (DER) merupakan rasio antara sumber dana dari pihak ketiga terhadap ekuitas. Schumkler dan Vesperoni (2006) menyatakan bahwa semakin tinggi DER, maka semakin tinggi risiko perusahaan, karena pendanaan (*financing*) dari hutang semakin besar. Safavian dan Sharma, (2007) mengungkapkan bahwa investor cenderung lebih tertarik pada tingkat DER tertentu yang besarnya kurang dari satu, karena jika lebih besar dari satu menunjukkan risiko perusahaan yang tinggi.

Pertumbuhan penjualan merupakan faktor penting dalam struktur modal perusahaan karena penjualan yang meningkat akan meningkatkan laba perusahaan. Hal ini akan berpotensi meningkatkan laba ditahan, sehingga modal sendiri yang terdiri dari saham biasa dan laba ditahan akan meningkat pula. Peningkatan modal sendiri dengan asumsi bahwa hutang perusahaan relatif tetap, maka *Debt to Equity Ratio* (DER) akan menurun. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Freedman dan Jaggi (2005), yang menemukan bahwa tingkat pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh yang signifikan negatif terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio*). Freedman dan Jaggi (2005), menemukan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap DER, namun Sharma (2005) menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap DER.

Aset merupakan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar aset diharapkan semakin besar hasil operasi yang dihasilkan oleh perusahaan. Peningkatan aset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan maka proporsi hutang akan semakin besar dibandingkan modal sendiri. Hal ini menurut Zhang (2006) didasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan akan dijamin oleh besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Peningkatan proporsi hutang yang lebih besar daripada modal sendiri menunjukkan *Debt to Equity Ratio* semakin besar. Dengan demikian aset diprediksi berpengaruh positif terhadap DER (Freedman & Jaggi, 2005). Saidi (2004) menyatakan bahwa pertumbuhan aset berpengaruh positif terhadap DER.

*Return on Aset* (ROA) digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan keseluruhan aset yang dimiliki perusahaan. ROA merupakan rasio antara laba sesudah pajak (*net income after tax*) terhadap jumlah aset secara keseluruhan. Aset adalah kekayaan yang dimiliki perusahaan baik dalam wujud aktiva lancar maupun tidak lancar. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik, karena *return* semakin besar. Peningkatan ROA tentunya akan meningkatkan daya tarik pihak eksternal yaitu investor dan kreditor. Kreditor semakin tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, sehingga dimungkinkan *Debt to Equity Ratio* semakin meningkat (dengan asumsi peningkatan hutang relatif lebih tinggi daripada peningkatan modal sendiri). Dengan demikian diharapkan hubungan ROA dan DER mempunyai hubungan positif.

Peningkatan ROA akan memungkinkan meningkatkan laba ditahan, sehingga komponen modal sendiri semakin meningkat. Dengan meningkatnya modal sendiri maka rasio hutang menjadi menurun (dengan asumsi hutang relatif tetap). Disisi lain peningkatan pada *Return on Assets* menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik, sehingga akan meningkatkan kepercayaan kreditor terhadap perusahaan, sehingga jumlah hutang kecenderungannya akan meningkat. Dengan meningkatnya hutang (relatif lebih besar daripada laba ditahan), maka

rasio hutang terhadap modal sendiri akan meningkat. Penelitian yang dilakukan oleh Saidi (2004), Sharma (2005), menyatakan bahwa *return on assets* berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal (DER), namun Freedman dan Jaggi (2005) menyatakan berpengaruh negatif.

Ukuran Perusahaan (*size*) merupakan ukuran atau besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan di-*proxy* dengan nilai logaritma dari total aset (Saidi, 2004). Ukuran perusahaan (*size*) dapat digunakan sebagai proksi ketidakpastian terhadap keadaan perusahaan di masa yang akan datang. Menurut Dehninga et al. (2007) suatu perusahaan yang besar dengan saham perusahaan tersebar sangat luas, maka setiap perluasan modal saham hanya akan mempunyai pengaruh yang kecil terhadap kemungkinan hilangnya atau bergesernya pengendalian perusahaan yang dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan.

Sebaliknya perusahaan yang kecil dengan sahamnya yang hanya tersebar pada lingkungan kecil maka penambahan jumlah saham akan mempunyai pengaruh yang besar terhadap kemungkinan hilangnya kontrol pihak dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan. Dengan demikian perusahaan yang lebih besar berani mengeluarkan saham baru guna memenuhi kebutuhan untuk membiayai pertumbuhan penjualan jika dibandingkan dengan perusahaan kecil. Dalam hal ini bisa dikatakan bahwa perusahaan besar cenderung mempunyai hutang besar. Dengan demikian ada hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan hutang. Vassalou dan Xing (2004) menyatakan bahwa *size* berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal (DER), namun menurut Sharma (2005), *size* tidak berpengaruh signifikan terhadap DER.

Barclay et al. (2005) menyatakan bahwa dalam menjalankan usahanya, setiap perusahaan tentu memerlukan modal yang kuat untuk membiayai kegiatan-kegiatan perusahaan. Menurut sifatnya ada dua tipe pendanaan, yaitu pendanaan dari dalam dan pendanaan dari luar. Pendanaan dari luar bisa berupa pinjaman, baik pinjaman jangka pendek maupun pinjaman jangka panjang, dan juga dengan menjual surat berharga (*go public*) kepada masyarakat melalui pasar modal.

Menurut Saidi (2004) manajer harus mampu menghimpun dana baik yang bersumber dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan secara efisien, dalam arti keputusan pendanaan tersebut merupakan keputusan pendanaan yang mampu meminimalkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan. Biaya modal yang timbul dari keputusan pendanaan tersebut merupakan konsekuensi yang secara langsung timbul dari keputusan yang dilakukan manajer. Ketika manajer menggunakan hutang, maka biaya modal yang timbul sebesar biaya bunga yang dibebankan oleh kreditur, sedangkan jika manajer menggunakan dana internal atau dana sendiri akan timbul *opportunity cost* dari dana atau modal sendiri yang digunakan. Keputusan pendanaan yang dilakukan secara tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi, yang selanjutnya akan berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan.

Penentuan struktur modal merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber dana sehingga dapat digunakan dalam aktivitas operasional perusahaan. Keputusan yang diambil oleh manajemen dalam mendapatkan sumberdana tersebut sangat dipengaruhi oleh pemilik atau pemegang saham. Sesuai dengan tujuan utama perusahaan adalah untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham, maka setiap kebijakan yang akan diambil oleh pihak manajemen selalu dipengaruhi oleh keinginan para pemegang saham.

Schmukler dan Vesperoni (2006) menyatakan bahwa struktur modal merupakan perbandingan hutang dan modal sendiri dalam struktur finansial perusahaan. Perusahaan menggunakan dana ini untuk membiayai aktivitas perusahaan dalam menghasilkan produk barang atau jasa. Modal dapat diartikan sebagai hak pemegang saham (*stockholders' equity*) atau modal sendiri (*owners' equity*). Berkaitan dengan struktur modal suatu perusahaan, Saidi

(2004) menyatakan bahwa struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau harga saham adalah struktur modal yang terbaik. Oleh karena itu pengambilan keputusan tentang sumber pendanaan yang tepat yang terdiri dari hutang dan modal sendiri sangat penting bagi perusahaan. Keputusan struktur modal atau pendanaan ini merupakan keputusan keuangan yang berkaitan dengan komposisi hutang, saham preferen dan saham biasa yang digunakan oleh perusahaan.

Menurut Freund (2005) *Current Ratio* (rasio lancar) merupakan rasio antara aktiva lancar terhadap kewajiban lancar. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancarnya. Perusahaan yang memiliki *current ratio* yang tinggi menandakan bahwa perusahaan tersebut memiliki posisi kas yang besar dan memiliki kemampuan untuk dapat segera mengembalikan hutang-hutangnya, sehingga perusahaan pada akhirnya akan mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan utang dalam jumlah besar. Oleh karena itu terdapat hubungan positif antara likuiditas (*Current Ratio*) dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Hal ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Schmukler & Vesperoni, 2006). Schmukler dan Vesperoni (2006), menemukan bahwa likuiditas perusahaan memiliki hubungan positif dengan *leverage* (*debt to equity ratio*). Likuiditas berpengaruh signifikan positif terhadap DER.

*Jakarta Islamic Index* (JII) merupakan indeks terakhir yang dikembangkan oleh Bursa Efek Jakarta bekerjasama dengan *Danareksa Investment Management* (DIM) yang terdiri 30 saham yang memenuhi ketentuan efek syariah, atau indeks saham yang berdasarkan syariah Islam. Dengan kata lain, dalam indeks ini dimasukkan saham-saham yang memenuhi ketentuan dalam syariat Islam. Saham-saham perusahaan masuk dalam indeks syariah bila perusahaan tersebut kegiatan usahanya bukan merupakan usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang, usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi) termasuk perbankan dan asuransi konvensional, usaha yang memproduksi, mendistribusi serta memperdagangkan makanan dan minuman yang tergolong haram, serta usaha yang memproduksi, mendistribusi dan/atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.

Total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45%. Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (*revenue*) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10%. Dalam indeks ini juga dilaksanakan pengkajian ulang yang dilakukan enam bulan sekali dengan penentuan komponen indeks awal bulan Januari dan Juli tiap tahunnya. Sedangkan perubahan pada jenis usaha emiten akan dimonitor secara terus menerus berdasarkan data-data publik yang tersedia. Dengan demikian perusahaan yang sahamnya masuk dalam JII mempunyai struktur modal dengan karakteristik khusus, yang berbeda dengan perusahaan lainnya.

Penelitian ini menyoroti faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal emiten syariah yang aktif dalam JII (*Jakarta Islamic Index*). Penelitian ini mengambil data tahun 2003-2005. Sebagaimana diketahui pada tahun 2002-2003 terjadi krisis keuangan yang cukup berat yang sangat berpengaruh pada sektor riil maupun keuangan. Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh Pertumbuhan Penjualan, Pertumbuhan *Aset*, *Return on Asets*, Ukuran Perusahaan (*Size*), serta Likuiditas terhadap Struktur Modal perusahaan yang sahamnya masuk dalam JII setelah periode krisis keuangan tersebut. Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: Pertama, pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Kedua, pertumbuhan aset (*Growth of Asets*) berpengaruh positif terhadap struktur modal. Ketiga, *Return on Asets* (ROA) berpengaruh positif terhadap struktur modal. Keempat, ukuran Perusahaan (*size*) berpengaruh positif terhadap struktur modal, dan kelima yaitu likuiditas (*Current Ratio*) berpengaruh positif terhadap struktur modal.

## METODE

Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa laporan keuangan perusahaan tahun 2003–2005 yang dipublikasikan. Data diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2006 dan *Jakarta Stock Exchange* (JSX) tahun 2003-2005. Penelitian ini menggunakan data tiga bulanan sehingga dari tahun 2003-2005 diperoleh sebanyak 12 data dengan melakukan *pooling data*. Populasi penelitian ini adalah efek syariah yang aktif dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) sebanyak 30 perusahaan, pada tahun 2003-2005. Kriteria saham yang masuk dalam sampel adalah: pertama, saham selalu terdaftar di Bursa selama periode penelitian. Kedua, emiten saham syariah menyajikan laporan keuangan selama periode penelitian. Ketiga, saham syariah aktif menjadi elemen pembentuk JII selama periode pengamatan, dan yang terakhir adalah emiten saham syariah memiliki data-data lengkap. Dengan *purposive sampling* diperoleh sebanyak sebelas saham syariah yang memenuhi kriteria sebagai sampel.

*Debt to Equity Ratio* merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam mengembalikan biaya hutang melalui modal sendiri yang dimiliki perusahaan yang diukur melalui total hutang dan total *equity*. Pertumbuhan penjualan merupakan perubahan pendapatan penjualan yang diukur berdasarkan perbandingan antara *net sales* periode sekarang (*net sales<sub>t</sub>*) minus *net sales* periode sebelumnya (*net sales<sub>t-1</sub>*) terhadap *net sales* periode sebelumnya (*net sales*). Pertumbuhan Aset (*Growth of Assets*) merupakan perubahan aset perusahaan yang diukur berdasarkan perbandingan antara *total asset* periode sekarang (*assets<sub>t</sub>*) minus *total asset* periode sebelumnya (*assets<sub>t-1</sub>*), terhadap *total asset* periode sebelumnya (*assets<sub>t-1</sub>*). *Return On Aset* (ROA) merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan *total asset* yang dimilikinya.

Ukuran Perusahaan (*size*) merupakan ukuran atau besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan di-*proxy* dengan nilai logaritma dari *total asset*. Likuiditas diukur dengan melihat *current ratio*. *Current Ratio* merupakan rasio antara aktiva lancar terhadap kewajiban lancar. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancarnya. Daftar saham syariah yang masuk dalam perhitungan *Jakarta Islamic Index*, dan aktif selama periode 2003-2005 dapat dilihat pada Tabel 1.

**Tabel 1.** Daftar Saham Perusahaan Aktif dalam JII Periode 2003-2005

No	Kode	Nama Saham	Bidang Usaha
1.	AALI	Astra Agro Lestari Tbk	Plantation (agriculture)
2.	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk	Mining ( Metal and Mineral Mining)
3.	TINS	Timah Tbk	Mining ( Metal and Mineral Mining)
4.	INTP	Indocement Tunggul Prakasa Tbk	Basic Industry and Chemicals (Cement)
5.	SMCB	Semen Cibinong (Holcim Indonesia) Tbk	Basic Industry and Chemicals (Cement)
6.	GJTL	Gajah Tunggul Tbk	Automotive and components
7.	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	Food and Beverages
8.	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	Consumer Goods (cosmetics and House hold)
9.	ISAT	Indosat Tbk	Telecommunication
10.	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk	Telecommunication
11.	UNTR	United Tractors Tbk	Wholesale/durable dan non-durable goods

Sumber : [www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id)

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil uji normalitas menunjukkan nilai signifikansi kurang dari 0,05, sehingga data yang ada terdistribusi tidak normal karena pada tahun 2003-2005 mempunyai fluktuasi data yang tidak stabil artinya banyak data rasio yang menimbulkan angka bias (fluktuasi data antara kuartal sekarang dengan kuartal sebelumnya sangat tinggi). Perlu dilakukan *reduce* terhadap data yang ekstrim yang dapat menimbulkan bias. Dua perusahaan (2 perusahaan x 4 kuartal x 3 tahun=24 sampel) dikeluarkan dari model penelitian yaitu PT. Gajah Tunggal Tbk dan PT. United Tractors Tbk karena mempunyai data yang ekstrim. Dari 132 sampel setelah di-*reduce* menjadi 108 sampel penelitian. Setelah di *reduce* data menunjukkan penyebaran di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal. Disimpulkan bahwa model regresi memenuhi asumsi normalitas setelah dilakukan *reduce* pada data yang ada. Besarnya nilai Kolmogorov-Smirnov setelah di *reduce* adalah 1,311 dengan signifikansi 0,064, memiliki nilai yang lebih besar dari *level of significance* (0,05), yang menunjukkan data terdistribusi normal .

Korelasi yang dimiliki oleh masing-masing variabel di bawah 90%. Kelima variabel independen memberikan nilai VIF di sekitar 1 atau di bawah 10,0 dan nilai *tolerance* di atas 0,10. Disimpulkan bahwa model regresi tersebut tidak terdapat *problem* multikolinearitas. Nilai Durbin-Watson (DW) sebesar 1.395 berarti tidak terjadi autokorelasi karena nilai DW di antara -2 dan +2. Dengan menggunakan *Runs Test*, nilai *Test* adalah -0,13683 dengan probabilitas 0,176 tidak signifikan pada 0,05 yang berarti hipotesis nol diterima. Disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi antar nilai residual. *Scatterplot* titik-titik menyebar secara acak, tidak membentuk sebuah pola tertentu yang jelas, serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini berarti tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi, sehingga model regresi layak dipakai untuk prediksi *Debt to Equity Ratio* berdasar masukan variabel independennya dijelaskan pada Tabel 2.

**Tabel 2.** Hasil Uji Statistik F

ANOVA(b)						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	24,575	5	4,915	14,560	,000(a)
	Residual	34,432	102	,338		
	Total	59,007	107			

a Predictors: (Constant), LIKUIDTY, SALES, ROA, ASSETS, LN\_SIZE

b Dependent Variable: DER

sumber: data yang diolah (2011)

Dari hasil uji statistik F didapat nilai F hitung 14,560 dengan tingkat signifikansi 0,000, sehingga model regresi bisa dipakai untuk memprediksi *debt to equity ratio* (DER) atau dengan kata lain variabel pertumbuhan penjualan, pertumbuhan *aset*, *return on assets* (ROA), ukuran perusahaan (*size*) dan likuiditas secara bersama-sama berpengaruh terhadap *debt to equity ratio*/DER (struktur modal). Sementara, hasil uji regresi linier berganda disajikan pada Tabel 3.

**Tabel 3.** Hasil Uji Regresi Linear Berganda

Model		Coefficients(a)			t	Sig.
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2,322	,851		-2,730	,007
	SALES	,103	,086	,093	1,198	,234
	ASSETS	-,309	,705	-,035	-,439	,662
	ROA	-3,294	,676	-,398	-4,871	,000
	LN_SIZE	2,791	,574	,416	4,864	,000
	LIKUIDTY	,010	,056	,016	,182	,856

a Dependent Variable: DER

Sumber: data yang diolah (2011)

Dari hasil analisis diketahui bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan positif antara variabel pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal (*debt to equity ratio/DER*). Dari hasil perhitungan uji parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 1,198 dan nilai signifikansi sebesar 0,234 menunjukkan bahwa hipotesis pertama tidak terbukti. Pertumbuhan penjualan tidak signifikan terhadap struktur modal mengindikasikan bahwa manajer perusahaan kurang memperhatikan variabel ini dalam keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal. Tanda yang dihasilkan positif, sama dengan hipotesis awal menunjukkan bahwa setiap kenaikan variabel pertumbuhan penjualan sebesar 1%, maka akan meningkatkan variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) sebesar 0,103% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan.

Hasil analisis diketahui bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan positif antara variabel pertumbuhan aset terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio/DER*). Dari hasil perhitungan uji parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 0,439 dan nilai signifikansi sebesar 0,662 menunjukkan bahwa hipotesis kedua tidak terbukti. Hal ini mengindikasikan bahwa manajer perusahaan kurang memperhatikan variabel ini dalam keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal. Akan tetapi, dari tanda yang dihasilkan, penelitian ini memberikan tanda negatif, yang bertentangan dengan hipotesis awal menunjukkan bahwa setiap penurunan variabel pertumbuhan aset sebesar 1%, maka akan meningkatkan variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) sebesar 0,309% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan.

Hasil uji parsial diperoleh nilai t hitung ROA sebesar -4,871 dan nilai signifikansi sebesar 0, maka  $H_0$  ditolak berarti terdapat pengaruh yang signifikan variabel *Return on Assets* (ROA) terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio/DER*). Hasil yang signifikan negatif tersebut sesuai dengan Vassalou dan Xing (2004) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap *leverage*. Akan tetapi, tanda negatif dalam variabel ini berbeda dengan tanda dari hipotesis awal. Perbedaan ini terjadi karena perusahaan dengan tingkat pengembalian tinggi atas investasi akan menggunakan hutang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Safavian dan Sharma (2007) menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai keuntungan tinggi akan menggunakan hutang dalam jumlah rendah dan sebaliknya.

Selanjutnya, nilai t hitung *size* sebesar 4,864 dan nilai signifikansi sebesar 0, maka  $H_0$  ditolak berarti terdapat pengaruh yang signifikan positif antara variabel ukuran perusahaan (*size*) terhadap struktur modal (*debt to equity ratio/DER*). Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Vassalou dan Xing (2004), yang menyatakan bahwa variabel ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh signifikan positif terhadap variabel *Debt to Equity Ratio* (DER).

Nilai t hitung likuiditas sebesar 0,182 dan nilai signifikansi sebesar 0,856, maka Ho diterima dan berarti tidak terdapat pengaruh yang signifikan positif antara variabel likuiditas terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*/DER). Namun dari tanda yang dihasilkan, penelitian ini memberikan tanda positif, sama dengan hipotesis awal. Pengaruh secara keseluruhan variabel bebas terhadap DER dijelaskan pada Tabel 4.

**Tabel 5.** Hasil Uji Ketepatan Perkiraan

Model Summary(b)					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,645(a)	,416	,388	,58100	1,395

a Predictors: (Constant), LIKUIDTY, SALES, ROA, ASSETS, LN\_SIZE

b Dependent Variable: DER

Sumber: Output SPSS

Dari tabel menunjukkan *Adjusted R-Square* sebesar 0,388. Hal ini berarti bahwa 38,8% variasi dari *Debt to Equity Ratio* bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel independen, sedangkan sisanya 61,2% dijelaskan oleh penentu-penentu yang lain.

## SIMPULAN DAN SARAN

Dari hasil analisis struktur modal emiten syariah yang sahamnya masuk dalam perhitungan JII dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan positif antara variabel pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio*/DER). Pertumbuhan aset tidak berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio*/DER). *Return on Asets* (ROA) berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio*/DER). Variabel ROA menjadi acuan oleh manajer perusahaan guna menentukan kebijakan pendanaan atau kebijakan struktur modal perusahaan.

Tanda yang dihasilkan dalam penelitian ini menunjukkan tanda negatif yang berarti setiap penurunan variabel *Return on Asets* (ROA) sebesar 1%, maka akan meningkatkan variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) sebesar 3,294% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Terdapat pengaruh yang signifikan positif antara variabel ukuran perusahaan (*size*) terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio* /DER). Variabel *size* menjadi perhatian manajer perusahaan dalam menentukan kebijakan pendanaan atau kebijakan struktur modal. Setiap kenaikan variabel ukuran perusahaan (*size*) sebesar 1%, akan meningkatkan variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) sebesar 2,791% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan.

Likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio*/DER). Manajer perusahaan tidak memperhatikan variabel likuiditas dalam menentukan kebijakan pendanaan atau kebijakan struktur modal. Besarnya *Adjusted R Square* adalah 0,388. Hal ini berarti bahwa 38,8% variasi dari *Debt to Equity Ratio* bisa dijelaskan oleh variasi dari ketiga variabel independen yakni pertumbuhan penjualan, pertumbuhan aset, ROA, ukuran perusahaan dan likuiditas. Sedangkan sisanya 61,2% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain.

Keterbatasan dari penelitian ini adalah bahwa penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data tahun 2003 hingga tahun 2005 sehingga untuk tahun-tahun lainnya (mendatang), hasil penelitian ini masih perlu diuji validitasnya. Penelitian ini menggunakan data triwulan (kuartalan) yang belum diaudit sehingga bisa mempengaruhi hasil penelitian. Dalam penelitian selanjutnya dalam menganalisis struktur modal perusahaan, akan lebih baik jika menggunakan tahun penelitian terbaru dan faktor fundamental lain sebagai

*predictor* dalam mempengaruhi struktur modal (DER) seperti *business risk* yang sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Saidi (2004), bahwa *managerial ownership*, *deviden payout*, *assets earning volatility* dan *stock volatility* serta *operating leverage*.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abu, M. S. 2011 The Determinants of Capital Structure for Selected Bangladeshi Listed Companies. *International Review of Business Research Papers*. Vol. 7, No. 2, pp: 21-36.
- Abzari, M., Fathi, S & Torosian A. 2012. Inter-Industry Differences in Capital Structure and Product Market Competition: Evidence from Iranian Companies. *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business*. Vol. 3, No. 9, pp: 395-402.
- Barclay, M. J & Smith, C. W. 2005. The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 17, No. 1, pp: 8-17.
- BEJ. 2006. *Indonesian Capital Market Directory*. Edisi 2006. Jakarta.
- Dehning, B., Richardson, Vernon, J & Zmudc, R. W. 2007. The Financial Performance Effects of IT-based Supply Chain Management Systems in Manufacturing Firms. *Journal of Operations Management*. Vol. 25, No. 4, pp: 806-824.
- Fan, J. P. H., Titman, S & Twite, G. 2012. An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*. Vol. 47, No. 1, pp: 23-56.
- Freedman, M & Jaggi, B. 2005. Global Warming, Commitment to The Kyoto Protocol, and Accounting Disclosures by The Largest Global Public Firms from Polluting Industries. *The International Journal of Accounting*. Vol. 40, No. 3, pp: 215-232.
- Freund, C. 2005. Current Account Adjustment in Industrial Countries. *Journal of International Money and Finance*. Vol. 24, No. 8, pp: 1278-1298.
- Ghafoor, A. K. 2012. The Relationship of Capital Structure Decisions with Firm Performance: A Study of the Engineering Sector of Pakistan. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*. Vol. 2, No. 1, pp: 245-262.
- Graham, J. R & Leary, M. T. 2011. A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future. *Annual Review of Financial Economics*. Vol. 3, pp: 1-59.
- Guney, Y., Li L & Fairchild, R. 2011. The Relationship between Product Market Competition and Capital Structure in Chinese Listed Firms. *International Review of Financial Analysis*. Vol. 20, pp: 41-51.
- Harvey, C. R., Lins, K. V & Roper, A. H. 2004. The Effect of Capital Structure when Expected Agency Costs are Extreme. *Journal of Financial Economics*. Vol. 74, No. 1, pp: 3-30.
- Jakarta Stock Exchange. 2004. Jakarta.
- Jakarta Stock Exchange. 2005. Jakarta.
- Kartika, U. O & Wahyuni, N. 2011. Pengaruh Perubahan Komposisi Jakarta Islamic Index Terhadap Return Saham. *Jurnal El-Qudwah*. Vol. 1, No. 5, pp: 1-21.
- Naha, S & Roy, M. 2011. Product Market Competition And Capital Structure Of Firms: The Indian Evidence. *Journal of Quantitative Economics*. Vol. 9, No. 2, pp: 140-153.
- Ould, N. D. E & Farouk, S. 2011. Examining The Capital Structure Determinants: Empirical Analysis of Companies Traded on Abu Dhabi Stock Exchange. *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 67, pp: 82-96.
- Safavian, M & Sharma, S. 2007. When Do Creditor Rights Work?. *Policy Research Working Paper*. pp: 2-48.
- Saidi. 2004. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEJ Tahun 1997-2002. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol. 11, No. 1, pp: 44-58.
- Schmukler, S. L & Vesperoni, E. 2006. Financial Globalization and Debt Maturity in Emerging Economies. *Journal of Development Economics*. Vol. 79, pp: 183-207.
- Shahjahanpour, A., Ghalambor, H & Aflatooni, A. 2010. The Determinants of Capital Structure Choice in the Iranian Companies. *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 56, pp: 167-178.
- Sharma, D. S. 2005. The Association between ISO 9000 Certification and Financial Performance. *The International Journal of Accounting*. Vol. 40, No. 2, pp: 151-172.

- Suresh, M. A & Kumar. 2012. A Study on Capital Structure with Special Reference to Pharmaceutical Industries in India. *European Journal of Social Sciences*. Vol. 29, No.3, pp: 343-354.
- Vassalou, M & Xing, Y. 2004. Default Risk in Equity Returns. *The Journal of Finance*. Vol. 59, No. 2, pp: 831–868.
- Zhang. 2006. Specification Tests of International Asset Pricing Models. *Journal of International Money and Finance*. Vol. 25, pp: 275-307.