



STRUKTUR MODAL EMITEN SYARIAH DI BURSA EFEK INDONESIA

Rafa Shabira, Egi Arvian Firmansyah

Universitas Padjadjaran, Indonesia

Email: rafa16001@mail.unpad.ac.id, egi.firmansyah@unpad.ac.id

Abstract: The purpose of this study is to examine the effect of profitability, liquidity, and asset growth variables on the capital structure of companies listed on the Indonesia Sharia Stock Index (ISSI), both simultaneously and partially. The existence of conditions that must be met by a company in order to be listed on the Daftar Efek Syariah (DES) makes sharia stocks different from conventional stocks. This study applies a quantitative approach with the population of companies listed in Indonesia Sharia Stock Index (ISSI). The selected sample is 213 companies consistently listed on the ISSI for three years (2016-2018), so there are 639 observations in total. The multiple linear regression analysis was used to test the hypothesis with a significance level of 5% in Stata 15 program. The results showed that simultaneously, profitability, liquidity, and asset growth variables significantly affect the capital structure of the ISSI companies. Partially, each of profitability as well as asset growth does not affect the capital structure. Meanwhile, partially, only liquidity variable has a significant effect on the capital structure of ISSI companies.

Keywords: capital Sstructure, Indonesia, profitability, liquidity, asset growth.

Abstrak: Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh variabel profitabilitas, likuiditas, dan pertumbuhan aktiva terhadap struktur modal pada perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), baik secara simultan maupun secara parsial.

Adanya kriteria-kriteria yang harus dipenuhi perusahaan agar dapat terdaftar di Daftar Efek Syariah (DES) membuat saham syariah berbeda dengan saham konvensional. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan populasi perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Sampel yang dipilih adalah 213 emiten ISSI yang konsisten berada dalam periode pengamatan selama tiga tahun (2016-2018), sehingga total terdapat 639 observasi. Pengujian hipotesis menggunakan analisis regresi linier berganda dengan tingkat signifikansi 5% dalam program Stata 15. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan, variabel profitabilitas, likuiditas, dan pertumbuhan aktiva berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan yang terdaftar di ISSI. Namun, secara parsial, variabel profitabilitas dan pertumbuhan aktiva masing-masing tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan yang terdaftar di ISSI. Secara parsial, hanya variabel likuiditas yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan yang terdaftar di ISSI.

Kata kunci: struktur modal, Indonesia, profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan aktiva.

PENDAHULUAN

Setiap proses bisnis yang dilakukan sebuah perusahaan bertujuan untuk menghasilkan keuntungan. Salah satu aspek yang krusial pada sebuah perusahaan yaitu bidang keuangan. Tim keuangan perusahaan harus pintar dan hati-hati dalam mengelola keuangan agar perusahaan dapat terus bertahan pada pasar persaingan. Perusahaan dapat terus bertahan dalam persaingan jika sumber daya perusahaannya dikelola secara efektif dan efisien. Salah satu sumber daya yang harus dikelola dengan baik adalah modal. Perusahaan harus bisa mengatur porsi-porsi keuangan dengan tepat karena aspek keuangan sangat memengaruhi kesejahteraan ekonomi perusahaan,

terutama pada perusahaan yang sedang berkembang atau melakukan ekspansi.

Struktur modal merupakan perpaduan pinjaman dan ekuitas yang juga digunakan untuk menunjang operasional dan keputusan investasi perusahaan (Kumar et al., 2015). Kombinasi modal yang tepat pada rencana pendanaan perusahaan akan menghasilkan struktur modal yang optimal dan dapat menjadi landasan yang kuat untuk perusahaan. Dengan adanya modal yang kuat, perusahaan dapat meningkatkan kualitas dan prestasi kerja yang sudah ada. Struktur modal pada penelitian ini menjadi variabel dependen yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* atau DER.

Teori modern tentang struktur modal pertama kali diinisiasi oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1958 yang menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan tidak tergantung pada struktur modalnya. Setelah teori dari M&M, muncul beberapa teori struktur modal perusahaan seperti *Pecking Order Theory* dan *Trade-off Theory* yang akan digunakan pada penelitian ini. Teori *pecking order* menjelaskan bahwa pada sebuah perusahaan pasti terdapat *asymmetric information* antara *internal stakeholders* (pemilik dan manajer) dengan *external stakeholders* (investor) sehingga hal tersebut dapat memengaruhi keputusan struktur modal perusahaan. Sedangkan pada teori *trade-off* dijelaskan bahwa perusahaan dapat menyusun struktur modal yang optimal dengan menyeimbangkan keuntungan pajak dari pinjaman dengan biaya kesulitan ekonomi atau *financial distress*.

Suatu penelitian dengan objek perusahaan yang terdaftar di indeks Kompas100 menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal, sedangkan likuiditas dan pertumbuhan

aktiva berpengaruh negatif terhadap struktur modal (Chandra et al., 2019). Sedangkan pada penelitian Syamsiyah (2013) yang dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII), ditemukan bahwa profitabilitas dan pertumbuhan aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal, sedangkan likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Diketahui bahwa indeks Kompas100 merupakan indeks saham dengan konstituen 100 perusahaan paling likuid yang terdaftar di BEI, sedangkan JII merupakan indeks saham syariah dengan konstituen 30 saham syariah paling likuid yang tercatat di BEI.

Saham syariah merupakan saham dari perusahaan publik yang akad, pengelolaan perusahaan, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah dan juga memenuhi kriteria yang ditetapkan dalam fatwa DSN-MUI no.40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal.

Sedangkan faktor-faktor yang dapat memengaruhi struktur modal, menurut Brigham dan Houston (2011), yaitu struktur aktiva, stabilitas penjualan, *leverage*, tingkat pertumbuhan, tingkat profitabilitas, pajak, kebijakan manajemen, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, fleksibilitas keuangan, hingga risiko bisnis. Namun, pada penelitian ini hanya akan diambil tiga variabel untuk dijadikan variabel independen yaitu profitabilitas, likuiditas dan pertumbuhan aktiva. Sedangkan teori yang akan digunakan pada penelitian ini adalah *Pecking Order Theory* dan *Trade-off Theory*.

Objek yang digunakan pada penelitian ini yaitu perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia atau ISSI secara konsisten selama tiga tahun berturut-turut selama masa penelitian berlangsung (2016-2018). ISSI merupakan indeks saham syariah dengan konstituen seluruh saham syariah yang tercatat di BEI dan masuk ke dalam Daftar Efek Syariah (DES). Salah satu kriteria perusahaan yang terdaftar di DES yaitu perusahaan hanya boleh memiliki total utang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45% dan total pendapatan non-halal dibandingkan dengan total pendapatan usaha tidak lebih dari 10%. Setelah kriteria terpenuhi, perusahaan baru dapat tercatat pada Daftar Efek Syariah yang juga otomatis terdaftar pada Indeks Saham Syariah Indonesia.

TINJAUAN LITERATUR

Struktur Modal

Struktur modal perusahaan adalah kombinasi dari saham-saham yang berbeda (saham biasa dan preferen) atau bauran seluruh sumber pendanaan jangka panjang (ekuitas dan utang) yang digunakan perusahaan (Afrizal & Suhardi, 2019). Sumber pendanaan berdasarkan asalnya dibagi menjadi dua yaitu sumber internal dan sumber eksternal. Sumber internal dapat berupa laba ditahan dan modal sendiri, sedangkan sumber eksternal merupakan pendanaan yang berasal dari luar perusahaan seperti saham, obligasi dan pinjaman.

Adanya tuntutan untuk memaksimalkan return sekaligus mampu menghadapi lingkungan bisnis yang kompetitif membuat keputusan struktur modal sangat penting pada perusahaan. Teori struktur modal pertama kali dicetuskan oleh Modigliani dan Miller

pada tahun 1958 yang menyatakan bahwa pada pasar modal yang sempurna, struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan. Hingga pada tahun 1963 Modigliani dan Miller menambahkan pendapat dengan asumsi adanya pajak bahwa salah satu manfaat pinjaman yaitu untuk meningkatkan nilai perusahaan karena dengan semakin besar utang perusahaan maka semakin besar juga keuntungan pajak dari pinjaman yang diperoleh. Setelah Modigliani dan Miller, muncul beberapa pendapat mengenai teori struktur modal perusahaan diantaranya yaitu *Pecking Order theory* dan *Trade-off theory*.

Variabel struktur modal pada penelitian ini akan diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio*. DER digunakan untuk mengetahui berapa besar penggunaan dana yang berasal dari sumber eksternal dibandingkan dengan jumlah ekuitas perusahaan. Berikut rumus untuk menghitung DER:

$$DER = \frac{\text{Jumlah Utang}}{\text{Jumlah Ekuitas}}$$

Teori *Pecking Order* dan Teori *Trade-off*

Pecking order theory merupakan teori yang menunjukkan bahwa perusahaan memiliki urutan preferensi tertentu untuk rencana pendanaannya. Teori ini dipelajari berdasarkan adanya *asymmetric information* atau tidak sepadannya informasi yang diterima antara internal stakeholders (pemilik dan manajer) dengan investor.

Dengan adanya *asymmetric information*, probabilitas perusahaan untuk melakukan pinjaman akan lebih besar daripada ekuitas, karena penerbitan utang akan lebih meyakinkan pihak eksternal bahwa perusahaan tersebut akan menghasilkan untung

sehingga akhirnya investor tertarik dan menginvestasikan modalnya. Sebaliknya, penerbitan ekuitas akan memperlihatkan kurangnya keyakinan pihak internal pada perusahaan sehingga penerbitan ekuitas hanya akan menyebabkan turunnya harga saham (Myers & Majluf, 1984).

Menurut Myers, perusahaan cenderung mendahulukan sumber internal sebagai sumber pendanaannya. Dana dari sumber eksternal baru dipergunakan sebagai tambahan jika dana internal belum dapat menutup kebutuhan pendanaan. Pendanaan eksternal yang dilakukan juga lebih mengutamakan penerbitan obligasi dibanding saham baru karena biaya penerbitan (*floatation cost*) obligasi lebih kecil daripada biaya penerbitan saham baru.

Sedangkan *Trade-off theory* adalah teori yang menetapkan struktur modal optimal dengan menambahkan beberapa ketidaksempurnaan seperti pajak, biaya kesulitan keuangan dan biaya agensi (*agency cost*). Modigliani dan Miller mengatakan bahwa penggunaan pinjaman akan meningkatkan value perusahaan karena perusahaan akan mendapatkan keringanan pajak dari biaya bunga (*tax shield*). Akan tetapi, penggunaan pinjaman yang berlebihan juga akan meningkatkan *financial distress* pada perusahaan. Akibatnya biaya pinjaman perusahaan akan meningkat sehingga profitabilitas perusahaan terus menurun sampai kondisi tersebut mengarah pada turunnya *value* perusahaan. Walaupun teori *Trade-off* menganjurkan untuk menggunakan pinjaman pada pendanaan perusahaan, pinjaman yang diambil harus tetap sesuai dengan kemampuan perusahaan dan tidak berlebihan.

Kombinasi struktur modal yang optimal adalah kombinasi sumber pendanaan yang terdiri dari utang dan saham yang akan menghasilkan nilai perusahaan ada di titik maksimum. Menurut Myers, perusahaan yang menerapkan teori *trade-off* akan menetapkan target rasio utang modal (*Debt to Equity Ratio*) dan secara bertahap bergerak menuju target. Adapun target ditentukan dengan tetap menyeimbangkan *tax shield* terhadap biaya kesulitan keuangan (*financial distress*).

Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba atau keuntungan. Profitabilitas merupakan salah satu ukuran keberhasilan manajemen pada pengelolaan aktiva perusahaan secara optimal dalam menghasilkan keuntungan. Dalam penelitian ini variabel profitabilitas diproksikan dengan *Return On Assets* (ROA) dimana rasio ini merupakan perbandingan antara laba bersih terhadap total aktiva perusahaan yang digunakan untuk melihat efisiensi suatu perusahaan dalam mengelola asetnya. Berikut rumus untuk menghitung Profitabilitas / ROA:

$$ROA = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Aktiva}}$$

Menurut penelitian Kumar (2015) profitabilitas berhubungan negatif dengan struktur modal karena umumnya perusahaan lebih memanfaatkan dana internal seperti laba ditahan dan ekuitas pemilik untuk sumber pendanaannya. Pendapat ini juga mendukung salah satu teori struktur modal yaitu teori *Pecking order*. Sedangkan menurut

Hasil beberapa penelitian terdahulu (Chandra et al., 2019; Septariani & Johan, 2018; Sofat & Singh, 2016; Supiyadi et al., 2018; Syamsiyah, 2013) menunjukkan bahwa Profitabilitas berpengaruh positif terhadap Struktur Modal. Hasil penelitian ini mendukung teori *Trade-off* yang mengemukakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan pinjaman untuk mendapatkan potongan pajak dari biaya bunga. Potongan pajak dipercaya akan meningkatkan profitabilitas perusahaan.

Likuiditas

Likuiditas adalah sebuah rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban keuangannya pada saat jatuh tempo. Likuiditas perusahaan dapat dilihat dari seberapa besar aktiva lancar perusahaan yang mudah diubah menjadi kas yang meliputi kas, surat berharga, piutang, dan persediaan (Syamsiyah, 2013). Sebuah perusahaan dapat dikatakan *liquid* jika mempunyai kemampuan untuk membayar segala kewajiban finansial yang harus dipenuhi, dan dikatakan *iliquid* jika tidak mempunyai kemampuan untuk membayar kewajiban finansialnya.

Terdapat tiga rasio likuiditas yang biasa digunakan yaitu *Current Ratio*, *Quick Ratio*, dan *Cash Ratio*. Pada penelitian ini likuiditas akan diproksikan dengan *Current Ratio* atau Rasio Lancar. Rasio lancar digunakan untuk mengetahui tingkat kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dengan menggunakan aktiva lancar perusahaan. Berikut rumus untuk menghitung *Current Ratio* / Rasio Lancar:

$$CR = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$$

Pada suatu penelitian didapatkan hasil uji bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal dikarenakan tingginya likuiditas dapat menunjukkan struktur permodalan perusahaan yang baik sehingga dana dapat disimpan untuk investasi jangka panjang (Kumar et al., 2015). Pada kasus seperti ini perusahaan bahkan tidak perlu mencari dana dari sumber eksternal lain. Pendapat ini sejalan dengan teori *pecking order*. Sebaliknya, teori *trade-off* menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi cenderung akan menambah penggunaan utang, dengan begitu likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Pertumbuhan Aktiva

Pertumbuhan aktiva pada penelitian ini didefinisikan sebagai peningkatan atau penurunan pada presentase total aset yang dimiliki sebuah perusahaan. Pertumbuhan aktiva menunjukkan seberapa besar dana yang dialokasikan perusahaan ke dalam aktivasinya (Syamsiyah, 2013). Semakin besar pertumbuhan aktiva maka akan semakin meningkatkan *value* perusahaan.

Teori *pecking order* menjelaskan bahwa perusahaan yang sedang berkembang dan melakukan ekspansi pasti membutuhkan modal yang tidak sedikit sehingga perusahaan akan mencari alternatif dari luar perusahaan untuk membiayai kebutuhan tersebut. Oleh karena itu perusahaan akan lebih mencari pinjaman jangka pendek tanpa jaminan daripada pinjaman jangka panjang dengan jaminan untuk kebutuhan pendanaannya (Cassar & Holmes, 2003). Sedangkan

menurut hasil penelitian Chandra (2019) yang juga sejalan dengan teori *trade-off* menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi cenderung tidak melakukan pinjaman karena pendanaan internalnya sudah mencukupi kebutuhan perusahaan dan pertumbuhan aktiva dapat dikatakan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berikut rumus untuk menghitung Pertumbuhan Aktiva yang digunakan pada penelitian ini:

$$\text{Pertumbuhan Aktiva} = \frac{\text{Total Aset } (t) - \text{Total Aset } (t - 1)}{\text{Total Aset } (t - 1)}$$

METODE PENELITIAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh Profitabilitas, Likuiditas dan Pertumbuhan Aktiva pada Struktur Modal perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tahun 2016-2018 baik secara simultan maupun parsial. Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi linear berganda dengan menggunakan data panel. Uji yang dilaksanakan diantaranya yaitu uji asumsi klasik, uji spesifikasi model, uji F, uji T serta uji koefisien determinasi. Variabel dalam penelitian ini dapat dikelompokkan menjadi dua yaitu variabel independen dan variabel dependen. Variabel independen dilambangkan dengan X, dan variabel dependen dilambangkan dengan Y. Variabel independen pada penelitian ini adalah Profitabilitas (X1), Likuiditas (X2) dan Pertumbuhan Aktiva (X3). Sedangkan variabel dependen pada penelitian ini adalah Struktur Modal (Y). Berikut tabel mengenai operasionalisasi yang akan dijalankan pada variabel-variabel tersebut:

Tabel 1. Operasionalisasi Variabel

Variabel	Konsep Variabel	Pengukuran	Skala
X1 Profitabilitas	Mengukur kinerja perusahaan dalam menghasilkan laba bersih menggunakan aset perusahaan yang berasal dari internal maupun eksternal.	$ROA = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Aktiva}}$	rasio
X2 Likuiditas	Mengukur kinerja perusahaan dalam melunasi kewajiban-kewajiban jangka pendeknya.	$CR = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Beban Lancar}}$	rasio
X3 Tingkat Pertumbuhan Aktiva	Mengukur kinerja perusahaan dalam mengelola aset perusahaan, membandingkan total aset perusahaan tahun sekarang dengan tahun sebelumnya.	$Growth = \frac{\text{Total Aset } (t) - \text{Total Aset } (t-1)}{\text{Total Aset } (t-1)}$	rasio
Y Struktur Modal	Mengukur seberapa besar modal perusahaan yang dibiayai oleh pinjaman.	$DER = \frac{\text{Jumlah Utang}}{\text{Jumlah Ekuitas}}$	rasio

Jenis data yang dikumpulkan pada penelitian ini adalah data sekunder dan metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode dokumentasi dan kepustakaan. Metode dokumentasi digunakan

dengan mengambil data melalui laporan keuangan tahunan perusahaan yang terdaftar di ISSI tahun 2016-2018. Metode kepustakaan digunakan dengan mengumpulkan, membaca dan mempelajari literatur-literatur yang berhubungan dengan penelitian ini seperti buku, jurnal dan skripsi terdahulu. Perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia pada tahun 2016 sampai tahun 2018 menjadi populasi dalam penelitian ini Adapun kriteria yang ditetapkan dalam memilih perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 2. Kriteria Pemilihan Sampel Penelitian

No	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia periode 2016-2018	461
2	Perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia secara konsisten selama periode 2016-2018	246
3	Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan dengan lengkap selama periode 2016-2018	213
Total Perusahaan yang menjadi sampel penelitian		213

Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sampel sebanyak 213 emiten dengan periode tahunan selama tiga tahun, maka terdapat 639 observasi dari perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Setelah melalui uji spesifikasi model, terpilih *fixed effect model* sebagai model terbaik. Akan tetapi dikarenakan terdapat masalah

heterokedastisitas dan autokorelasi pada model, penulis mengoreksi permasalahan tersebut dengan menggunakan metode *robust standard error*. Hasil estimasi regresi data panel dengan robust standard error adalah:

Tabel 3. Hasil Uji Regresi Linear Berganda

DER	Coef.	T	P> t
ROA	-0.4073282	-0.76	0.448
CR	-0.8702529	-3.00	0.003
GROWTH	0.015883	0.04	0.970
_cons	3.706297	4.30	0.000

Sumber: *Output Stata 15*

Sehingga model persamaan estimasi regresi data panel untuk penelitian ini adalah:

$$\mathbf{DER = 3.706297 - 0.4073282ROA - 0.8702529CR + 0.015883GROWTH}$$

Hasil model regresi menunjukkan nilai konstanta sebesar 3.706297 yang artinya tanpa dipengaruhi variabel apapun, variabel Struktur Modal yaitu DER akan mengalami kenaikan sebesar 3.706297. *Ceteris Paribus*. Sedangkan hasil uji simultan atau uji F pada penelitian ini menunjukkan bahwa variabel independen yaitu Profitabilitas, Likuiditas, dan Pertumbuhan Aktiva, secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen yaitu Struktur Modal perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tahun 2016-2018. Dengan hasil koefisien determinasi sebesar 0.4650, artinya variabel Struktur Modal dapat dijelaskan oleh variabel independen pada model sebesar 46,50% sedangkan sisanya

yaitu sebesar 53,50% ($100\% - 46,50\% = 53,50\%$) dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

Nilai koefisien regresi Profitabilitas (ROA) sebesar -0.4073282 yang artinya setiap kenaikan nilai ROA sebesar 1% maka akan menurunkan nilai DER sebesar 0.4073282 *Ceteris Paribus*. Dari hasil uji T atau uji parsial didapat nilai probabilitas t-stat ROA yaitu sebesar 0.448 dimana lebih besar daripada tingkat signifikansi yaitu 0.05 artinya secara parsial ROA tidak berpengaruh terhadap DER. Sehingga dapat disimpulkan bahwa Profitabilitas secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tahun 2016-2018.

Hubungan negatif antara profitabilitas dengan struktur modal menunjukkan jika keuntungan yang dihasilkan perusahaan semakin besar maka dana internal yang dimiliki perusahaan juga bertambah sehingga kebutuhan untuk menggunakan pendanaan eksternal akan berkurang. Hasil penelitian ini mendukung salah satu teori struktur modal yaitu teori *pecking order* yang menjelaskan bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung lebih menggunakan dana internalnya untuk sumber pendanaan sehingga hubungan Profitabilitas dengan Struktur Modal adalah negatif. Hasil penelitian ini berbeda dengan suatu penelitian pada perusahaan yang terdaftar di indeks Kompas 100 (Chandra et al., 2019), dimana hasil yang didapatkan pada penelitian tersebut menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Nilai koefisien regresi Likuiditas (CR) sebesar -0.8702529 yang artinya setiap kenaikan nilai CR sebesar 1% maka akan menurunkan nilai DER sebesar 0.8702529 *Ceteris Paribus*. Dari hasil

uji T atau uji parsial didapat nilai probabilitas t-stat CR yaitu sebesar 0.000 lebih kecil daripada tingkat signifikansi yaitu 0.05 artinya secara parsial CR berpengaruh signifikan terhadap DER. Sehingga dapat disimpulkan juga bahwa Likuiditas secara parsial berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tahun 2016-2018.

Hasil penelitian ini mendukung teori *pecking order* dimana teori tersebut menyatakan bahwa perusahaan cenderung lebih memprioritaskan pemakaian dana internal dibanding dana eksternal. Hasil uji parsial likuiditas ini juga sesuai dengan penelitian Astuti, (2018) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif antara Likuiditas terhadap Struktur Modal. Perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi berarti memiliki kemampuan untuk membayar utang jangka pendek yang baik sehingga cenderung akan menurunkan jumlah utang keseluruhan dan menyebabkan rasio utang modal menjadi lebih kecil.

Nilai koefisien regresi Pertumbuhan Aktiva (GROWTH) sebesar 0.0158883 yang artinya setiap kenaikan nilai GROWTH sebesar 1% maka akan menaikkan nilai DER sebesar 0.0158883 *Ceteris Paribus*. Dari hasil uji T atau uji parsial didapat nilai sebesar 0.970 lebih besar daripada 0.05 artinya secara parsial GROWTH tidak berpengaruh signifikan terhadap DER. Sehingga dapat disimpulkan juga bahwa Pertumbuhan Aktiva secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tahun 2016-2018.

Pertumbuhan Aktiva juga memperlihatkan pengaruh positif terhadap Struktur modal dimana hal ini mendukung teori *pecking order* yang menjelaskan bahwa perusahaan yang sedang berkembang pasti membutuhkan modal yang tidak sedikit sehingga perusahaan akan mencari alternatif pendanaan dari luar perusahaan. Hasil penelitian ini juga mendukung hasil penelitian (Syamsiyah, 2013) pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* (JII) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif antara Pertumbuhan Aktiva terhadap Struktur Modal.

Adanya pengaruh yang tidak signifikan pada hasil uji parsial Profitabilitas dan Pertumbuhan Aktiva terhadap Struktur Modal perusahaan yang terdaftar di ISSI ini menunjukkan bahwa data yang dikumpulkan pada penelitian ini tidak berhasil membuktikan keterkaitan variabel-variabel tersebut. Hubungan Profitabilitas dan Pertumbuhan Aktiva secara parsial terhadap Struktur Modal tidak berpengaruh signifikan kemungkinan dipengaruhi oleh adanya kriteria yang harus dipenuhi oleh emiten syariah yaitu perusahaan hanya boleh memiliki total utang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45% dan total pendapatan non-halal dibandingkan dengan total pendapatan usaha (*revenue*) tidak lebih dari 10%. Kedua kriteria rasio keuangan tersebut berkaitan dengan proksi yang digunakan pada variabel penelitian ini yaitu Struktur Modal yang diproksikan dengan DER (*Debt to Equity Ratio*), Profitabilitas yang diproksikan dengan ROA (*Return On Assets*) dan variabel Pertumbuhan Aktiva yang diproksikan dengan persentase perubahan total aset.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui serta mengetahui pengaruh Profitabilitas (ROA), Likuiditas (CR), dan Pertumbuhan Aktiva (GROWTH) terhadap Struktur Modal (DER) pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tahun 2016-2018. Dengan menggunakan metode *purposive sampling*, telah terpilih 213 emiten ISSI yang memenuhi kriteria sampel penelitian. Berdasarkan data yang didapatkan dan pengujian yang telah dilakukan, berikut kesimpulan yang dapat diambil dari hasil penelitian ini.

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa variabel profitabilitas, likuiditas dan pertumbuhan aktiva secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel struktur modal perusahaan yang terdaftar di ISSI secara berturut-turut dari tahun 2016-2018. Namun, variabel profitabilitas dan pertumbuhan aktiva masing-masing tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan yang terdaftar di ISSI tahun 2016-2018. Hanya variabel likuiditas yang secara parsial berpengaruh negatif dan menjadi satu-satunya variabel yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan yang terdaftar di ISSI secara berturut-turut dari tahun 2016-2018.

Perusahaan yang terdaftar di ISSI juga cenderung mengadopsi teori *Pecking Order* pada keputusan pendanaannya. Hal ini dapat dilihat dari hasil uji parsial pada penelitian ini yang menunjukkan bahwa variabel profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Selain itu, hasil uji parsial variabel likuiditas yang berpengaruh negatif terhadap struktur modal serta hasil uji parsial pertumbuhan aktiva yang berpengaruh positif terhadap struktur modal ikut

mendukung fakta bahwa perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) secara berturut-turut dari tahun 2016 sampai tahun 2018 ini cenderung mengadopsi teori *Pecking Order* pada keputusan pendanaannya.

REFERENSI

- Afrizal, dan Suhardi. (2019). Bagaimana Pecking-Order Theory Menjelaskan Struktur Permodalan Bank di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Sosial*, 10(1), 32–54.
- Ariyani, H. F., Pangestuti, I. R. D., dan Raharjo, S. T. (2019). The Effect of Asset Structure, Profitability, Company Size, and Company Growth on Capital Structure (The Study of Manufacturing Companies Listed on the IDX for the Period 2013 - 2017). *Jurnal Bisnis Strategi*, 27(2), 123.
- Astuti, E. (2018). Determinant Capital Structure of Banking Company in Indonesia. *Kinerja Journal of Business and Economics*, 22(1).
- Cassar, G., dan Holmes, S. (2003). Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. *Accounting and Finance*, 43(2), 123–147. <https://doi.org/10.1111/1467-629X.t01-1-00085>
- Chandra, T., Junaedi, A. T., Wijaya, E., Suharti, S., Mimelientesa, I., dan Ng, M. (2019). The Effect of Capital Structure on Profitability and Stock Returns. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 12(2), 74–89.
- Culata, P. R. E., dan Gunarsih, T. (2012). Pecking Order Theory and Trade-Off Theory of Capital Structure: Evidence from Indonesian Stock Exchange. *The Winners*, 13(1), 40. <https://doi.org/10.21512/tw.v13i1.666>
- Hermawan, E. (2000). Landasan Teori. *Aplikasi dan Analisis Literatur Fasilkom UI*, m(1998), 7–34.

- Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2015). *Research on Capital Structure Determinants: a Review and Future Directions*. Unit 07, 1–5.
- Mulyono, S. (2006). *Statistika Untuk Ekonomi dan Bisnis*. Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Myers, S. C., dan Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information The Investors Do Not Have. *The Journal of Finance*. [https://doi.org/10.1016/S0040-4039\(00\)91429-1](https://doi.org/10.1016/S0040-4039(00)91429-1)
- Priyatno, D. (2016). *Belajar Alat Analisis Data dan Cara Pengolahannya dengan SPSS*. Gava Media.
- Septariani, D., & Johan, R. S. (2018). *Analisis Pengaruh Struktur Modal Terhadap Profitabilitas*. 10(3), 261–269.
- Siregar, S. (2013). *Statistik Parametrik Untuk Penelitian Kuantitatif*. Bumi Aksara.
- Sofat, R., dan Singh, S. (2016). *Determinants of Capital Structure : an Empirical Study of Manufacturing Firms in India*. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-05-2016-0051>
- Supiyadi, D., Ramdhonah, Z., dan Fithriani, M. (2018). *Pengaruh Struktur Modal Terhadap Profitabilitas (The Effect of Capital Structure on Profitability : A Literature Review)*. Januari. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3106140>
- Syamsiyah. (2013). Analisis Struktur Modal Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII) Tahun 2009-2013. *Iqtishadia, Vol. 7, No.1, Maret 2014*, 7(1).