

Determinan Struktur Modal Perusahaan yang Terdaftar di JII70

Syahfitri Suryaningsi Welkom^{1*}, Anggun Pratiwi², Ditha Riyansa³, Allysa Azzarah Welkom⁴

^{1,2,3}Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Al Azhar Indonesia, Jakarta
⁴Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, Institut Agama Islam Negeri, Manado
*Korespondensi: syahfitri.suryaningsi@uai.ac.id

Tanggal Masuk:

10 Mei 2024

Tanggal Revisi:

16 Juli 2024

Tanggal Diterima:

22 Juli 2024

Keywords: Activity Ratio;
Capital Structure; JII70;
Liquidity; Profitability.

How to cite (APA 6th style)

Welkom, S. S., Pratiwi, A., Riyansa, D., & Welkom, A. A. (2024). Determinan Struktur Modal Perusahaan yang Terdaftar di JII70. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi (JEA)*, 6 (3), 1157-1166.

DOI:

<https://doi.org/10.24036/jea.v6i3.1647>

Abstract

Capital structure policy is a core financing decision for a company that affects company value. Companies need to be careful in determining where the source of financing comes from, whether from debt or equity sourced from their own funds or from the issuance of shares. Wrong capital structure policies can lead a company into financial distress and bankruptcy. Over the last five years, more and more companies have obtained financing through the issuance of shares on the sharia stock market. The number of investors investing their funds in this market has also increased. Based on this, the aim of this research is to find out and understand what the factors of company characteristic that effect the capital structure in companies listed on the Jakarta Islamic Index 70 (JII70) during the 2018-2022 period. This study uses a quantitative approach. The model used is dynamic panel data regression with the System-GMM as the analysis method. The data used is secondary data for the 2018-2022 period which comes from company financial reports collected through IDX (Indonesia Stock Exchange). The population in this study were 70 companies registered on JII70. The sampling method was purposive sampling. The number of samples selected was 29 companies. The results of hypothesis testing show that the factors of company characteristic that effect the capital structure are return on equity, profit margin, current ratio, and total asset turnover.



This is an open access article distributed under the [Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/).

PENDAHULUAN

Kebijakan struktur modal merupakan keputusan pembiayaan inti bagi perusahaan. Struktur modal adalah campuran dari utang dengan ekuitas yang berupa saham preferen dan saham biasa yang digunakan untuk membiayai seluruh aset perusahaan (Brigham & Houston, 2019). Bajaj *et al.* (2021) menjelaskan bahwa struktur modal suatu perusahaan akan mempengaruhi sumber dana di masa depan, biaya modal, karakter risiko, posisi likuiditas,

pengembalian investor, dan penilaian perusahaan. Hal ini menjadi tantangan utama perusahaan dalam mempertahankan keseimbangan sumber pembiayaan dengan hati-hati antara utang dan ekuitas pada tingkat yang optimal. Kebijakan struktur modal yang keliru akan menyebabkan kesulitan keuangan hingga kebangkrutan.

Masalah optimalisasi struktur modal ini sendiri adalah salah satu masalah yang paling banyak dibahas dalam teori keuangan perusahaan, yang mana sampai saat ini teori modern tentang keuangan perusahaan belum menemukan jawaban yang meyakinkan (Cerkovskis *et al.*, 2022). Berbagai teori struktur modal dengan bermacam-macam asumsi dan pandangannya telah dikembangkan sejak tahun 1958 oleh Modigliani dan Miller (*the theory of irrelevance*) hingga tahun 2017 oleh Chu dan Wang (*bergaining theory*). Namun belum ada teori yang secara pasti bisa menjelaskan bagaimana struktur modal yang optimal itu (Bajaj *et al.*, 2021).

Berangkat dari teori-teori struktur modal modern, penelitian-penelitian terdahulu juga telah mencoba menganalisis faktor-faktor determinasi yang menjadi pertimbangan dalam penentuan struktur modal perusahaan. Faktor karakteristik perusahaan yang menggambarkan kondisi internal perusahaan tentunya merupakan faktor penting bagi perusahaan dalam mempertimbangkan struktur modalnya. Faktor-faktor karakteristik perusahaan yang mempengaruhi kebijakan struktur modal ini adalah *firm age*, *firm size*, tangibilitas, *nondebt tax shield*, serta rasio-rasio dari aktivitas, profitabilitas, dan likuiditas perusahaan (Malinic *et al.*, 2013; Dimitropoulos, 2014; Lemma & Negash, 2014; Welkom *et al.*, 2016; Brown, 2018; Betavia, 2019; Czerwonka & Jaworski, 2021; Salsabila & Afriyenti, 2022). Namun berbagai penelitian tersebut juga menyimpulkan hasil yang saling bertentangan antara satu dengan yang lainnya. Pengaruh yang saling bertentangan ini adalah berupa pengaruh yang positif maupun negatif antara faktor-faktor karakteristik perusahaan tersebut terhadap struktur modal perusahaan.

Indeks saham syariah adalah ukuran statistik yang mencerminkan pergerakan harga sekumpulan saham syariah yang diseleksi berdasarkan kriteria tertentu. Adapun penyeleksian saham syariah dilakukan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dengan menerbitkan Daftar Efek Syariah (DES) (IDX, 2023). Saham syariah yang tercatat dalam DES terus meningkat jumlahnya dalam lima tahun terakhir. Tercatat ada 375 saham syariah di awal tahun 2018 dan terus meningkat hingga berjumlah 552 saham syariah pada akhir tahun 2022 (OJK, 2022). Jumlah investor saham syariah juga terus meningkat di tahun 2021 (91.703 investor). Jumlah ini meningkat lebih dari dua kali lipat dibandingkan jumlah investor pada tahun 2018 (44.536 investor) (IDX, 2021). Peningkatan ini tentunya harus diiringi dengan penguatan struktur keuangan perusahaan, salah satunya dengan kebijakan struktur modal yang seoptimal mungkin yang bisa berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang meningkat ini diharapkan akan meningkatkan kesejahteraan para investor selaku pemilik perusahaan, yang tentunya sesuai dengan tujuan dasar dari manajemen keuangan itu sendiri. Salah satu indeks saham syariah adalah Jakarta Islamic Index 70 (JII70). Konstituen JII70 terdiri dari 70 saham syariah paling likuid yang tercatat di BEI yang di-*review* sebanyak dua kali dalam setahun yaitu pada Bulan Mei dan November (IDX, 2023).

Berdasarkan uraian latar belakang masalah sebelumnya, diketahui bahwa jumlah perusahaan yang menerbitkan saham syariah terus meningkat selama lima tahun terakhir, begitu juga dengan jumlah investor syariahnya. Peningkatan ini tentu harus diiringi dengan penguatan struktur keuangan yang bisa mendorong peningkatan nilai perusahaan, yaitu dengan penggunaan struktur modal yang optimal. Namun hingga kini, belum ada satu pun teori struktur modal yang secara pasti bisa menjelaskan bagaimana struktur modal yang optimal itu. Penerapan struktur modal itu sendiri sangat praktis dan dinamis, yang mana bisa berbeda-beda antar perusahaan. Hal ini membuat pentingnya untuk mengetahui dan memahami praktik kebijakan struktur modal pada perusahaan-perusahaan yang menerbitkan

saham syariah, terutama bagi para investornya yang tentu mengharapkan keuntungan (peningkatan kesejahteraan). Berbagai faktor bisa mempengaruhi kebijakan struktur modal perusahaan, terutama faktor karakteristik perusahaan yang bisa berpengaruh positif maupun berpengaruh negatif. Hal-hal tersebut kemudian menjadi dasar dilakukannya penelitian ini. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui faktor-faktor karakteristik perusahaan yang mempengaruhi struktur modal perusahaan yang terdaftar di JII70 selama periode 2018-2022. Faktor-faktor karakteristik tersebut adalah *firm size*, *return on equity*, *profit margin*, *current ratio*, dan *total asset turnover*. Implikasi dari hasil penelitian ini adalah bisa menjadi bahan pertimbangan bagi para investor yang akan melakukan investasi pada perusahaan-perusahaan yang menerbitkan saham syariah.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif. Populasinya adalah perusahaan yang menerbitkan saham syariah dan masuk dalam 70 besar saham syariah yang paling liquid (terdaftar pada JII70). Metode pemilihan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* yaitu berdasarkan kriteria-kriteria yang disyaratkan. Kriteria-kriteria tersebut adalah (1) perusahaan non-keuangan yang selalu terdaftar di JII70 secara konsisten selama periode pengamatan pada tahun 2018-2022, (2) perusahaan tidak pernah merugi selama periode pengamatan, dan (3) tersedianya data-data yang diperlukan terkait dengan variabel-variabel penelitian. Sampel penelitian tidak memasukkan perusahaan keuangan karena perusahaan keuangan memiliki karakteristik struktur modal yang sangat berbeda dengan perusahaan non-keuangan sehingga tidak bisa dianalisis secara bersamaan. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang diambil dari laporan keuangan tahunan perusahaan selama periode 2018-2022. Pengumpulan data dilakukan melalui *website* IDX (*Indonesia Stock Exchange*).

Penelitian ini menggunakan variabel bebas yaitu *firm size*, *return on equity*, *profit margin*, *current ratio*, dan *total asset turnover*. Variabel dependen/terikatnya adalah struktur modal perusahaan yang diwakili oleh *debt to equity ratio*. *Debt to equity ratio* adalah rasio yang menunjukkan perbandingan antara penggunaan utang dan penggunaan ekuitas sebagai sumber pembiayaan aset perusahaan sehingga rasio ini mewakili struktur modal perusahaan. Metode analisis yang digunakan adalah regresi data panel dinamis, yaitu *System GMM* (*generalized method of moments*). Data diolah dengan menggunakan bantuan *software* STATA 15. Berikut rancangan model umum dari penelitian ini.

$$DER_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DERL1_{it-1} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 ROE_{it} + \alpha_4 PM_{it} + \alpha_5 CR_{it} + \alpha_6 TATO_{it} + e_{it}$$

keterangan:

DER	= <i>debt to equity ratio</i>
DERL1	= DER tahun sebelumnya (DER pada Lag ke-1)
SIZE	= <i>firm size</i> (logaritma natural dari total aset)
ROE	= <i>return on equity</i>
PM	= <i>profit margin</i>
CR	= <i>current ration</i>
TATO	= <i>total asset turnover</i>
α_0	= konstanta
$\alpha_1 - \alpha_6$	= koefisien variabel bebas
i	= <i>cross section</i> (perusahaan)
t	= <i>time series</i> (tahun)
e	= <i>error</i>

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Berdasarkan kriteria pada *purposive sampling*, jumlah sampel yang digunakan adalah 29 perusahaan. Tabel 1 menunjukkan ringkasan deskriptif dari data pada variabel-variabel yang diteliti untuk 29 perusahaan tersebut sejak tahun 2018-2022.

Tabel 1
Ringkasan Statistik Deskriptif

Nilai	DER	Size	ROE	PM	CR	TATO
Minimum	0.04	12.2	0.00	0.00	0.61	0.09
Maksimum	3.58	31.7	1.45	0.83	12.8	2.25
Rata-rata	0.84	20.4	0.18	0.16	2.72	0.72
Standar deviasi	0.80	5.46	0.24	0.13	1.80	0.48

Tabel 1 menunjukkan nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standar deviasi dari variabel DER yang merupakan struktur modal perusahaan, Size yang merupakan ukuran perusahaan, ROE dan PM yang mewakili rasio profitabilitas, CR yang merupakan rasio likuiditas, serta TATO yang mewakili rasio aktivitas. Nilai struktur modal berada di antara 0,04 sampai 3,58, dengan rata-rata nilainya adalah 0,84 dan standar deviasi 0,80. Ukuran perusahaan berkisar di antara 12,2 sampai 31,7 dengan rata-rata 20,4 dan nilai standar deviasi 5,46. ROE berkisar di antara 0,0007 sampai 1,45 dengan rata-rata nilainya adalah 0,18 dan standar deviasinya adalah 0,24. PM berkisar di antara 0,0006 sampai 0,83 dengan rata-rata nilainya adalah 0,16 dan standar deviasinya adalah 0,13. CR berkisar di antara 0,61 sampai 12,8 dengan rata-rata 2,72 dan nilai standar deviasi 1,80. TATO berkisar di antara 0,09 sampai 2,25 dengan rata-rata nilainya adalah 0,72 dan standar deviasinya 0,48. Variabel yang memiliki rata-rata nilai yang jauh melebihi nilai standar deviasinya menunjukkan bahwa data-data dari variabel pada perusahaan yang diteliti sangat bervariasi atau cenderung heterogen.

Hasil Uji Kelayakan Model Penelitian

Uji kelayakan untuk model regresi data panel dinamis adalah dengan uji bias, uji validitas, dan uji konsistensi. Tabel 2 menunjukkan hasil uji bias serta Tabel 3 menunjukkan hasil uji validitas dan uji konsistensi.

Tabel 2
Hasil Uji Bias

	Coef.		
	System-GMM	PLS	FEM
derL1	0.6108159	0.8992111	0.2778497

Uji bias dilakukan dengan membandingkan nilai koefisien Lag pertama variabel bebas derL1 dari model *System-GMM* (panel dinamis) dengan koefisien yang serupa pada model *pooled least square* (PLS) dan *fixed effect model* (FEM). Estimator pada model *System-GMM* dikatakan tidak bias jika nilai koefisien derL1-nya berada di antara nilai koefisien derL1 dari model PLS dan model FEM. Berdasarkan Tabel 2, diketahui bahwa model *System-GMM* memiliki nilai koefisien derL1 senilai 0,6108159 yang mana nilai tersebut berada di antara nilai koefisien derL1 dari model PLS (0,8992111) dan nilai koefisien derL1 dari model FEM (0,2778497). Hal tersebut menyimpulkan bahwa estimator pada model *System-GMM* yang digunakan adalah tidak bias.

Tabel 3
Hasil Uji Validitas dan Uji Konsistensi

Uji validitas (Sargant <i>test</i>)	<u>Prob > <i>chi</i>²</u>	
	0.4530	
	<u>Prob > <i>z</i></u>	
Uji konsistensi (Arellano-Bond <i>test</i>)	<i>m</i> ₁	0.0395
	<i>m</i> ₂	0.2980

Pengujian validitas instrumen penelitian dilakukan dengan menggunakan Sargant *test*. Berdasarkan pengujian ini, jika uji sargant menerima hipotesis nol (H_0 : probability > *chi*²), maka berarti instrumen sudah valid. Berdasarkan Tabel 3, nilai probabilitas untuk Sargant *test* adalah sebesar 0,4530, yang mana lebih dari *chi*² ($\alpha = 5\%$). Hal ini berarti hipotesis nol diterima, sehingga instrumen sudah valid. Pengujian konsistensi dilakukan dengan melihat nilai probabilitas dari statistik Arellano-Bond *m*₁ dan *m*₂. Estimator dikatakan konsisten apabila hasil statistik *m*₁ menolak hipotesis nol (H_0 : probability < *z*) dan statistik *m*₂ menerima hipotesis nol (H_0 : probability > *z*). Tabel 3 memperlihatkan nilai *m*₁ sebesar 0,0395 yang berarti kurang dari nilai α (5%) sehingga hipotesis nol ditolak. Nilai *m*₂ sebesar 0,2980 lebih dari nilai α (5%) sehingga hipotesis nol diterima. Hal ini membuktikan bahwa instrumen yang digunakan telah konsisten.

Hasil Model Regresi

Berdasarkan hasil pengolahan data pada Tabel 4, model dari hasil regresi data panel dinamis dari penelitian ini adalah sebagai berikut.

$$\text{DER}_{it} = 0,932 + 0,611\text{DERL1}_{it-1} - 0,007\text{SIZE}_{it} + 1,734\text{ROE}_{it} - 1,122\text{PM}_{it} - 0,062\text{CR}_{it} - 0,663\text{TATO}_{it} + e_{it}$$

Persamaan tersebut menunjukkan bahwa:

1. DER akan bernilai 0,932 satuan ketika semua variabel bebas tersebut tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DER, *ceteris paribus*.
2. DER saat ini akan meningkat (menurun) senilai 0,611 satuan jika DER pada tahun sebelumnya meningkat (menurun) senilai satu satuan, *ceteris paribus*.
3. DER akan meningkat (menurun) senilai 0,007 satuan jika SIZE menurun (meningkat) senilai satu satuan, *ceteris paribus*.
4. DER akan meningkat (menurun) senilai 1,734 satuan jika ROE meningkat (menurun) senilai satu satuan, *ceteris paribus*.
5. DER akan meningkat (menurun) senilai 1,122 satuan jika PM menurun (meningkat) senilai satu satuan, *ceteris paribus*.
6. DER akan meningkat (menurun) senilai 0,062 satuan jika CR menurun (meningkat) senilai satu satuan, *ceteris paribus*.
7. DER akan meningkat (menurun) senilai 0,663 satuan jika TATO menurun (meningkat) senilai satu satuan, *ceteris paribus*.

Hasil Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan untuk mengestimasi pengaruh faktor karakteristik perusahaan (variabel size, ROE, PM, CR, TATO) terhadap struktur modal perusahaan (variabel DER). Tabel 4 menunjukkan hasil pengujian hipotesis tersebut.

Tabel 4
Hasil Regresi dengan System-GMM

Y = DER	Coef.	Standard Error	z-value	P> z
derL1	0.6108159*	0.0609134	10.03	0.000
SIZE	-0.0074295	0.0118121	-0.63	0.529
ROE	1.733779*	0.3215754	5.39	0.000
PM	-1.122426*	0.2269559	-4.95	0.000
CR	-.0622068**	0.0245198	-2.54	0.011
TATO	-.6633088*	0.1217057	-5.45	0.000
Constant	0.9320939*	0.2984726	3.12	0.002

Keterangan: * adalah signifikan pada $\alpha=1\%$; ** adalah signifikan pada $\alpha=5\%$

Tabel 4 menunjukkan bahwa variabel ROE, PM, CR, dan TATO memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DER, sedangkan variabel SIZE tidak berpengaruh signifikan terhadap DER. Hasil ini dilihat dari nilai *probability* variabel ROE, PM, dan TATO yang masing-masing bernilai 0,000, dimana nilai ini kurang dari nilai toleransi eror ($\alpha=1\%$) yang berarti menolak H_0 . Nilai *probability* dari variabel CR (0,011) juga kurang dari nilai toleransi eror ($\alpha=5\%$) sehingga H_0 ditolak. Berbeda dengan nilai *probability* dari variabel SIZE (0,529) yang jauh melebihi nilai toleransi eror ($\alpha=5\%$) sehingga H_0 diterima. Model regresi data panel dinamis ini juga secara otomatis menguji pengaruh DER pada periode sebelumnya (derL1) terhadap DER saat ini. Berdasarkan hasil pengujian, terbukti bahwa nilai *probability* dari derL1 (0,000) kurang dari nilai toleransi eror ($\alpha=1\%$) sehingga menolak H_0 yang berarti bahwa derL1 juga berpengaruh signifikan terhadap DER.

Pembahasan

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal Perusahaan

Variabel ukuran perusahaan (SIZE) diukur dengan nilai total aset perusahaan. Berdasarkan hasil pengujian, ukuran perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan yang kecil atau pun besar yang diwakili oleh jumlah total asetnya tidak menjadi pertimbangan dalam penentuan penggunaan tingkat utang atau ekuitas dari perusahaan. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Sitorus *et al.* (2014), Yoshendy *et al.* (2015), Setiawati & Veronica (2020), dan Sibuea *et al.* (2023).

Pengaruh Return on Equity terhadap Struktur Modal Perusahaan

Variabel *return on equity* (ROE) merupakan salah satu rasio profitabilitas yang menunjukkan seberapa besar perusahaan mampu menghasilkan laba dari penggunaan ekuitasnya (modal sendiri). Berdasarkan Tabel 4, *return on equity* memiliki nilai koefisien yang positif, yang berarti *return on equity* memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini berarti jika *return on equity* meningkat, maka pendanaan/pembiayaan perusahaan yang bersumber dari utang juga akan meningkat dibandingkan dari ekuitas. Hasil ini mendukung teori *trade-off* dan teori *signaling*. Menurut pandangan teori *trade-off*, *return on equity* yang tinggi akan menurunkan tingkat risiko keuangan perusahaan (risiko kebangkrutan), sehingga perusahaan bisa meningkatkan pendanaan melalui utang dibandingkan melalui ekuitas. Peningkatan utang ini dalam pandangan teori *signaling* bisa

dianggap sebagai sinyal positif bahwa prospek perusahaan baik karena profitabilitasnya meningkat. Pasar diharapkan akan bereaksi positif terhadap peningkatan utang tersebut. Hasil ini serupa dengan penelitian Marfuah & Nurlaela (2017), Heckenbergerova & Honkova (2023), dan Khotimah (2023).

Pengaruh *Profit Margin* terhadap Struktur Modal Perusahaan

Variabel *profit margin* (PM) juga merupakan salah satu rasio profitabilitas yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih dari penjualannya. Koefisien dari *profit margin* bernilai negatif, sehingga berarti *profit margin* memiliki pengaruh yang negatif terhadap struktur modal perusahaan. Ini berarti bahwa semakin tinggi *profit margin* maka tingkat penggunaan utang akan semakin rendah dibandingkan ekuitas. Hasil penelitian ini sesuai dengan pandangan dari teori *pecking order*, dimana ketika laba meningkat maka perusahaan akan cenderung menggunakan sumber pendanaan yang berasal dari modal sendiri yaitu laba ditahan (bagian dari ekuitas) dibandingkan menggunakan sumber pendanaan dari utang. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Natalia (2015) dan Chaklader & Padmapriya (2021).

Pengaruh *Current Ratio* terhadap Struktur Modal Perusahaan

Variabel *current ratio* (CR) merupakan salah satu rasio likuiditas yang mengukur kemampuan perusahaan dalam melunasi semua kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan semua aset lancarnya. Koefisien dari *current ratio* bernilai negatif yang berarti *current ratio* berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Peningkatan pada likuiditas akan menurunkan tingkat penggunaan utang perusahaan dibandingkan ekuitas. Hasil ini didukung oleh teori *pecking order*, dimana dengan tingkat likuiditas yang tinggi perusahaan akan cenderung mengurangi pendanaan melalui utang (sumber eksternal) dan lebih mendahulukan penggunaan dana internal. Penelitian-penelitian yang mendukung hasil ini adalah Malinic *et al.* (2013), Betavia (2019), Saif-Alyousfi *et al.* (2020), Setiawati & Veronica (2020), Bolarinwa & Adegboye (2021), Chaklader & Padmapriya (2021), Czerwonka & Jaworski (2021), Khotimah (2023), dan Sibuea *et al.* (2023).

Pengaruh *Total Asset Turnover* terhadap Struktur Modal Perusahaan

Variabel *total asset turnover* (TATO) merupakan salah satu rasio aktivitas perusahaan yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan penerimaan dari penjualan berdasarkan total aset yang dimilikinya. Nilai koefisien *total asset turnover* bernilai negatif yang berarti *total asset turnover* memiliki pengaruh yang negatif terhadap struktur modal perusahaan. Tingkat penerimaan dari penjualan yang dicerminkan oleh *total asset turnover* mengindikasikan penggunaan aset yang efektif, dimana jika *total asset turnover* ini meningkat maka tingkat penggunaan utang akan menurun dibandingkan ekuitas. Peningkatan *total asset turnover* memberikan penguatan sumber pendanaan internal bagi perusahaan sehingga perusahaan cenderung menggunakan dana internal terlebih dahulu dibandingkan dana eksternal. Hasil ini mendukung teori *pecking order*. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Susanto (2019) dan Sibuea *et al.* (2023).

SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Simpulan

Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa faktor karakteristik perusahaan yang memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan adalah *return on equity* (ROE), *profit margin* (PM), *current ratio* (CR), dan *total asset turnover* (TATO). *Return on equity* memiliki pengaruh yang positif, sedangkan *profit margin*, *current ratio*, dan *total asset*

turnover memiliki pengaruh yang negatif terhadap struktur modal perusahaan. Ukuran perusahaan (SIZE) tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Bagi para investor yang menginvestasikan dananya pada perusahaan yang terdaftar di JII70, baiknya memperhatikan variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan struktur modal perusahaan-perusahaan tersebut, yaitu variabel ROE, PM, CR, dan TATO.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini hanya menggunakan sampel perusahaan-perusahaan non-keuangan yang terdaftar di JII70, sehingga hasil penelitian ini tidak bisa digeneralisasikan pada perusahaan keuangan. Penelitian ini juga hanya menggunakan variabel internal perusahaan yang berupa kinerja keuangan perusahaan, sedangkan struktur modal yang begitu dinamis dan fleksibel dalam penerapannya memungkinkan begitu banyaknya variabel yang mempengaruhinya. Variabel-variabel tersebut tidak hanya dari sisi internal perusahaan, namun juga dari eksternal perusahaan.

Saran Untuk Penelitian Selanjutnya

Bagi para peneliti selanjutnya bisa memperluas populasi penelitian, baik perusahaan keuangan maupun non-keuangan di berbagai indeks saham maupun sektor industri. Penggunaan variabel-variabel bebas juga bisa diperluas dari sisi internal perusahaan yang terkait kondisi nonkeuangan perusahaan, serta bisa juga melibatkan variabel-variabel bebas yang berasal dari luar/eksternal perusahaan seperti kondisi pasar keuangan, kondisi perekonomian, dan pemerintahan. Selain itu, struktur modal perusahaan juga bisa dianalisis secara terpisah untuk yang jangka pendek dan jangka panjang.

Penutup

Terimakasih kepada pihak-pihak yang telah membantu proses penelitian ini, serta pada Universitas Al Azhar Indonesia (UAI) yang telah memberikan bantuan pendanaan untuk pelaksanaan penelitian ini. Penelitian ini merupakan salah satu penelitian dalam Program Penelitian *Grant Internal* UAI Tahun 2023 untuk Skema *Stimulus Research Grant*.

DAFTAR PUSTAKA

- Bajaj, Y., Kashiramka, S., & Singh, S. (2021). Application of capital structure theories: a systematic review. *Journal of Advances in Management Research*, 18(2), 173-199.
- Betavia, A.E. (2019). Analisis pengaruh profitabilitas, likuiditas, kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan dan struktur aktiva terhadap struktur modal. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi (JEA)*, 1(4), 1741-1755.
- Bolarinwa, S. T., & Adegboye, A. A. (2021). Re-examining the determinants of capital structure in Nigeria. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 37(1), 26-60.
- Brigham, E.F., & Houston, J.F. (2019). *Fundamentals of financial management* (15th ed.). Boston: Cengage.
- Brown, J. M. (2018). *Analysis of Contemporary Capital Structure Theories*. (Ph.D. dissertation). Northcentral University, San Diego, CA.
- Cerkovskis, E., Gajdosikova, D., & Ciurlau, C. F. (2022). Capital Structure Theories: Review of Literature. *Ekonomicko-Manazerske Spektrum*, 16(1), 12-24.
- Chaklader, B., & Padmapriya, B. (2021). Impact of cash surplus on firm's capital structure: validation of pecking order theory. *Managerial Finance*, 47(12), 1801-1816.
- Czerwonka, L., & Jaworski, J. (2021). Capital structure determinants of small and medium-sized enterprises: evidence from Central and Eastern Europe. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 28(2), 277-297.

- Dimitropoulos, P. (2014). Capital structure and corporate governance of soccer clubs, European evidence. *Management Research Review*, 37(7), 658-678.
- Heckenbergerova, J., & Honkova, I. (2023). Capital structure analysis - theories and determinants validation based on evidence from the Czech Republic. *E+M Ekonomie a Management*, 26(1), 145-164.
- Indonesia Stock Exchange, "BEI targetkan komposisi investor syariah capai 10%, 2021. [Online]. Available: <http://www.market.bisnis.com>. [Accessed: Feb. 28, 2023].
- Indonesia Stock Exchange, "Indeks Saham Syariah. [Online]. Available: <http://www.idx.co.id>. [Accessed: Feb. 28, 2023].
- Khotimah, C. (2023). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, dan struktur aktiva terhadap struktur modal pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI. *RISTANSI: Riset Akuntansi*, 4(1), 111-124.
- Lemma, T. T., & Negash, M. (2014). Determinants of the adjustment speed of capital structure Evidence from developing economies. *Journal of Applied Accounting Research*, 15(1), 64-99.
- Malinic, D., Mihajlov, K. D., & Ljubenovic, E. (2013). The Determinants of Capital Structure in Emerging Capital Markets: Evidence from Serbia. *European Research Studies*, 16(2), 98-119.
- Marfuah, S. A., & Nurlaela, S. (2017). Pengaruh ukuran perusahaan, pertumbuhan asset, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal perusahaan cosmetics and household di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Pajak*, 18(1), 16-30.
- Natalia, P. (2015). Pengaruh profitabilitas, pertumbuhan penjualan, struktur aktiva, dan risiko bisnis terhadap struktur modal pada emiten Kompas 100 (non perbankan). *Jurnal Manajemen Maranatha*, 14(2), 141-164.
- Otoritas Jasa Keuangan, "Statistik Saham Syariah Desember 2022, 2022 [Online]. Available: <http://www.ojk.go.id>. [Accessed: Feb. 28, 2023].
- Saif-Alyousfi, A. Y. H., Md-Rus, R., Taufil-Mohd, K. N., Taib, H. M., & Shahar, H. K. (2020). Determinants of capital structure: evidence from Malaysian firms. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 12(3/4), 283-326.
- Salsabila, P., & Afriyenti, M. (2022). Pengaruh kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, perisai pajak non hutang, dan leverage operasi terhadap struktur modal. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi (JEA)*, 4(4), 808-820.
- Setiawati, M., & Veronica, E. (2020). Pengaruh profitabilitas, struktur aset, ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan perusahaan, likuiditas terhadap struktur modal pada perusahaan sektor jasa periode 2016-2018. *Jurnal Akuntansi*, 12(2), 294-312.
- Sibuea, D. N., Simorangkir, E. N., & Wahyuni, P. (2023). Pengaruh struktur aktiva, ukuran perusahaan, ROA, current ratio dan total asset turnover terhadap struktur modal pada perusahaan property & real estate di BEI tahun 2019-2021. *Innovative: Journal of Social Science Research*, 3(2), 5292-5306.
- Sitorus, P. M. T., Priyarsono, D. S., Manurung, A. H., & Maulana, T. N. A. (2014). Analysis of capital structure in corporate telecommunications operators in Indonesia. *International Journal of Economics and Management Engineering*, 4(3), 64-69.
- Susanto, D. (2019). Analisis pengaruh current ratio, net profit margin, total assets turnover dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal (studi empiris pada perusahaan sub sektor perdagangan besar barang produksi dan konsumsi di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2017). *Jurnal Ekonomika dan Manajemen*, 8(1), 59-70.

- Welkom, S. S., Achsani, N. A., & Anggraeni, L. (2016). Firm characteristics, financial market and macro economic determinants of capital structure: Indonesian Evidence. *International Journal of Development Research*, 6(8), 8985-8993.
- Yoshendy, A., Achsani, N. A., & Maulana, T. N. A. (2015). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan barang konsumsi di BEI tahun 2002-2011. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 16(1),47-59.