

ANALISIS FAKTOR PENENTU STRUKTUR MODAL (Studi Empiris pada Emiten Syariah di Bursa Efek Jakarta Tahun 2001-2004)

Hendri Setyawan & Sutapa

Universitas Islam Sultan Agung, Semarang

E-mail: hndris@yahoo.com.my

The objective of this study is to test empirically whether capital structure decision of Indonesian firms follows pecking order theory, trade off theory and agency theory. Sample in this study are 29 firms listed in Jakarta Islamic Index (JII) from 2001 to 2004.

The results of this study are simultaneously, all independent variables can explain capital structure at Indonesian Capital Market. Profitability, size, foreign and governmental share influence capital structure decision significantly.

Keywords: pecking order, trade off theory, agency theory, capital structure

PENDAHULUAN

Salah satu aktifitas keuangan perusahaan adalah keputusan pendanaan yang menyangkut bagaimana perusahaan mendapatkan dana guna menutup kebutuhan investasinya. Keputusan ini akan menyusun struktur modal perusahaan tersebut.

Dalam literatur keuangan berbagai teori yang berusaha menjelaskan struktur modal. Teori yang pertama adalah *trade off*. Dalam teori ini dikatakan bahwa dalam keadaan ada pajak, penggunaan hutang akan memberikan manfaat berupa pengurangan pajak bagi perusahaan. Perusahaan perlu bekerja pada rasio hutang yang ditargetkan, yaitu pada struktur modal yang optimal yang akan memaksimalkan nilai perusahaan.

Teori lain sehubungan dengan struktur modal adalah teori keagenan. Hubungan keagenan antara prinsipal (pemilik/pemegang

saham) dengan agen (manajemen) dapat memunculkan konflik mengingat keduanya berupaya memaksimalkan utilitas masing-masing. Struktur modal kemudian disusun sedemikian rupa untuk mengurangi konflik kepentingan tersebut. Di negara berkembang perusahaan umumnya dimiliki, dikendalikan dan diatur oleh individu dan keluarga (Wiwattanakantang, 1999). Struktur kepemilikan demikian dapat menimbulkan masalah keagenan. Selain itu manajemen, yang juga pemilik dimungkinkan menyembunyikan informasi yang diketahuinya dari investor luar. Asimetri informasi ini pada gilirannya akan memunculkan hierarki dalam pilihan pendanaan perusahaan. Hirarki pendanaan dalam urutan dana sendiri, hutang dan ekuitas ini disebut *pecking order theory*. *Pecking order* menyatakan tidak adanya rasio hutang yang ditargetkan.

Tulisan ini dimaksudkan untuk menguji secara empiris faktor-faktor apa yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di pasar modal Indonesia berdasarkan teori-teori tersebut. Emiten yang dipilih pada penelitian ini adalah emiten syariah, yakni emiten yang kegiatan operasionalnya tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Di Bursa Efek Jakarta (BEJ), indeks untuk emiten syariah yang dipakai sebagai *benchmark* adalah *Jakarta Islamic Index* (JII). Emiten syariah yang terdaftar di JII dipilih karena merupakan kumpulan saham unggulan tanpa saham-saham keuangan. Saham keuangan dihindari karena dapat menimbulkan bias akibat keunikan rasio keuangannya misalnya rasio *leverage* (Mutamimah, 2003).

Penelitian ini memiliki perbedaan dari penelitian-penelitian sebelumnya mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dalam obyek penelitian serta periode yang digunakan.

Permasalahan yang hendak dijawab dalam penelitian ini adalah faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi struktur modal perusahaan-perusahaan yang termasuk emiten syariah di Bursa Efek Jakarta berdasarkan teori *trade-off*, *pecking order* dan teori keagenan.

Sedangkan tujuan penelitian ini adalah untuk melihat apakah perilaku pendanaan emiten syariah di Bursa Efek Jakarta dapat dijelaskan melalui model penjelas teori *trade-off*, *pecking order*, dan keagenan.

Manfaat dari penelitian ini adalah memberikan tambahan bukti empiris mengenai struktur modal di Indonesia. Hasil penelitian diharapkan dapat digunakan untuk generalisasi guna pengembangan teori mengenai struktur modal. Selain itu penelitian ini juga diharapkan

memperkaya literatur penelitian empiris mengenai pasar modal syariah di Indonesia.

LANDASAN TEORI

Struktur modal adalah perimbangan jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa dalam suatu perusahaan (Sartono, 1998). Teori struktur modal menjelaskan bagaimana pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan atau biaya modal (Husnan, 1993).

Pendekatan Modigliani dan Miller dengan asumsi pasar yang sempurna dan tidak ada pajak menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan atau dengan kata lain struktur modal tidak relevan. Setelah memasukkan unsur pajak, struktur modal menjadi relevan karena perusahaan yang menggunakan hutang dalam struktur modalnya akan mendapatkan penghematan pajak. Penghematan ini didapatkan karena penghasilan kena pajak akan berkurang akibat penggunaan hutang sehingga jumlah pajak yang dibayarkan lebih kecil dibandingkan perusahaan yang tidak memiliki hutang.

Pendekatan ini akan membawa pada kesimpulan semakin banyak penggunaan hutang pada struktur modal maka semakin besar penghematan yang diraih sehingga semakin baik bagi nilai perusahaan. Namun nilai perusahaan justru tidak akan maksimal dengan penggunaan hutang 100%. Ketidaksempurnaan pasar modal menyebabkan timbulnya biaya kebangkrutan serta tingginya biaya modal baik disebabkan rating kredit yang rendah atau bila hutang telah mencapai titik tertentu. Dengan adanya biaya-biaya tersebut perusahaan dihadapkan pada pilihan untuk menyeimbangkan (*trade off*) manfaat dan biaya penggunaan hutang.

Modigliani dan Miller berpendapat bahwa perusahaan perlu bekerja pada *target debt ratio* atau rasio hutang yang ditargetkan karena penggunaan hutang sebanyak-banyaknya ternyata tidak menghasilkan struktur modal yang optimal akibat ketidaksempurnaan pasar modal. Dengan rasio hutang yang ditargetkan akan dijumpai adanya struktur modal yang optimal yaitu yang memaksimalkan nilai perusahaan atau meminimumkan biaya modal.

Berkebalikan dengan teori struktur modal optimal yang menyatakan perlunya rasio hutang yang ditargetkan, Myers (Ghos dan Cai, 1999) menyatakan bahwa tidak ada ketentuan target rasio hutang. Perusahaan mendasarkan keputusan pendanaannya pada preferensi menurut urutan pendanaan internal (pertama), pendanaan eksternal berupa hutang (kedua) dan pendanaan eksternal berupa ekuitas (ketiga). Inilah yang disebut *Pecking Order Hypothesis*.

Jika terjadi asimetri informasi antara investor eksternal dengan pihak dalam perusahaan (*insider*) dimana pihak luar kurang mendapatkan informasi mengenai prospek dan risiko perusahaan dibandingkan pihak dalam maka pihak luar akan berusaha menafsirkan perilaku manajer termasuk dalam keputusan struktur modal. Sinyal berupa penerbitan saham ditafsirkan harga saham sudah terlalu tinggi sehingga akan terjadi *underpricing* pada saham baru yang diterbitkan perusahaan. Jadi dari sudut pandang perusahaan mendapatkan dana dengan cara menerbitkan saham baru akan lebih mahal dibandingkan menggunakan dana sendiri. Penggunaan utang yang tinggi dapat juga ditafsirkan sebagai sinyal dari manajer mengenai keyakinan akan prospek perusahaan

Di sisi lain masalah keagenan dapat muncul antara pihak yang memberi tugas (prinsipal) dengan pihak yang diberi tugas (agen). Keduanya ingin memaksimalkan utilitasnya. Dalam hal ini agen dapat berbuat hal-hal yang menguntungkan dirinya sendiri dan bukan mendahulukan kepentingan prinsipal. Penelitian ini akan melihat struktur modal dari sudut pandang masalah keagenan ini pada perusahaan asing dan perusahaan yang dimiliki pemerintah.

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. *Leverage*

Leverage menggambarkan kemampuan perusahaan menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap untuk memperbesar tingkat penghasilan bagi pemilik perusahaan. Tingkat *leverage* terlihat dari besarnya sumber dana hutang yang digunakan perusahaan dalam struktur modalnya Rasio pengukur *leverage* yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah *Total Debt to Total Assets (TDTA)*.

$$TDTA = \text{Hutang total} / \text{Aktiva total}$$

b. Profitabilitas

Karena adanya biaya-biaya seperti biaya asimetri informasi dan biaya kebangkrutan pada penggunaan dana eksternal maka penggunaan dana milik sendiri (laba ditahan) oleh perusahaan dianggap lebih murah. Karena itu perusahaan yang mampu mendapatkan keuntungan yang tinggi (*profitable*) akan cenderung banyak memanfaatkan dana sendiri untuk keperluan investasi. Tingkat hutang perusahaan yang *profitable* dengan demikian akan semakin rendah. Jadi tingkat hutang dan tingkat profitabilitas, yang sama-sama diukur dengan aktiva, dianggap

berhubungan negatif. Profitabilitas pada penelitian ini diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Profitabilitas} = \text{Laba Operasi} / \text{Total Aktiva}$$

c. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan terkait erat dengan *leverage* karena ukuran berdampak pada risiko kegagalan dan biaya kebangkrutan. Ukuran perusahaan dapat digunakan sebagai *inverse proxy* untuk probabilitas kebangkrutan. Perusahaan besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan. Hal ini pada gilirannya akan meningkatkan kekuatan tawar perusahaan di hadapan kreditur. Dengan argumen tersebut ukuran perusahaan diprediksi berhubungan positif dengan tingkat *leverage*.

Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural dari nilai buku total penjualan:

$$\text{Size} = \ln(\text{Sales})$$

d. Pertumbuhan Aktiva

Bagi perusahaan, kesempatan untuk bertumbuh atau melakukan investasi akan meningkatkan kebutuhan akan dana. Ini berarti, di samping dana internal yang tersedia, diperlukan juga tambahan dana yang berasal dari luar perusahaan termasuk hutang.

Dalam model *pecking order*, hubungan positif antara pertumbuhan aktiva dengan hutang dapat diharapkan terjadi khususnya jika rasio hutang diukur dengan nilai buku, bukan nilai pasar (Benito, 2003). Pertumbuhan aktiva diukur mengikuti Fama dan French (2000) dengan rumusan berikut:

$$dAt/At = (At - At-1)/At$$

e. Kepemilikan pemerintah

Penggunaan utang dikenal sebagai salah satu upaya mendisiplinkan manajer. Dalam konteks perusahaan yang dimiliki pemerintah, penggunaan utang akan memaksa manajemen berdisiplin sehingga dapat berorientasi pada maksimisasi nilai perusahaan. Selain itu, karena perusahaan tersebut dijamin oleh pemerintah maka perusahaan tersebut menggunakan utang yang tinggi.

Atas dasar tersebut perusahaan yang dimiliki pemerintah diprediksikan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap struktur modal. Ukuran variabel kepemilikan pemerintah ditandai dengan variabel *dummy*, yakni adanya kepemilikan pemerintah sejumlah lebih dari 10%.

f. Kepemilikan Asing

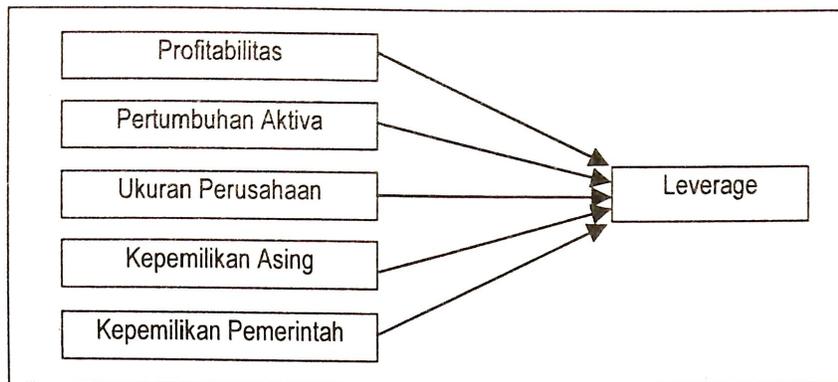
Karena lokasinya yang jauh, investor asing individual tidak mempunyai kemampuan untuk memonitor perusahaan dengan baik. Akibatnya mereka lebih menyukai perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi karena dapat membantu pengawasan. Sementara investor asing institusional mampu melakukan pengawasan sehingga penggunaan hutang kurang begitu penting bagi mereka.

Dengan argumen tersebut perusahaan asing diprediksikan berhubungan positif dengan tingkat hutang. Ukuran variabel kepemilikan asing ditandai dengan variabel *dummy*, yakni dilihat dari status perusahaan (PMA).

Berdasarkan telaah teoritis dan penelitian terdahulu dapat diturunkan sejumlah hipotesis sebagai berikut:

1. Sesuai dengan teori *pecking order*, profitabilitas berpengaruh *negative* terhadap struktur modal
2. Sesuai dengan teori *pecking order*, pertumbuhan aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal
3. Sesuai dengan teori *trade-off*, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal
4. Sesuai dengan teori keagenan, kepemilikan pemerintah berpengaruh positif terhadap struktur modal
5. Sesuai dengan teori keagenan, kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap struktur modal

Berdasarkan landasan teori dan hipotesis di atas maka dapat dibuat suatu kerangka pemikiran teoritis dalam bentuk model yang nampak dalam gambar 1.



Gambar 1. Kerangka Pemikiran Teoritis

METODE PENELITIAN

1. Populasi, Sampel dan Sumber Data

Fokus penelitian ini adalah saham emiten yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Obyek yang diteliti adalah saham emiten syariah yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index*. Periode yang diteliti dari Januari 2001 sampai Desember 2004. Pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling*. Perusahaan yang dijadikan sampel merupakan perusahaan yang memenuhi kriteria berikut:

1. Saham emiten yang halal berdasarkan ketentuan syariah, kehalalan suatu saham disahkan oleh Dewan Pengawas Syariah.
2. Saham-saham tersebut terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.
3. Perusahaan masuk 30 besar dalam *Jakarta Islamic Indeks* minimal 3 kali dari periode Januari 2001 sampai Desember 2004.
4. Perusahaan emiten menerbitkan laporan keuangan tahunan selama periode Januari 2001 sampai Desember 2004.

Kriteria pengambilan sampel dalam penelitian ini mengacu pada penelitian Hamzah (2005). Data variabel-variabel keuangan perusahaan diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* dan *JSX Watch*.

2. Analisis Data

Untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara bersama-sama dan secara parsial terhadap variabel independen digunakan *F-test* dan *t-test*. Model pengujian dapat ditunjukkan sebagai berikut:

$$Y = \alpha_i + a_1X_1 + a_2X_2 + a_3X_3 + a_4X_4 + a_5X_5 + e$$

Notasi:

Y = *leverage*

α_i = konstanta

- a_1, a_2, a_3 = koefisien variabel independen
 X_1 = variabel profitabilitas
 X_2 = variabel pertumbuhan aktiva
 X_3 = variabel ukuran perusahaan
 X_4 = variabel kepemilikan asing
 X_5 = variabel kepemilikan pemerintah
 e = kesalahan pengganggu

Sampel perusahaan yang diambil pada penelitian ini sebanyak 29 perusahaan sesuai dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan selama periode Januari 2001 sampai Desember 2004.

PEMBAHASAN

• Uji Asumsi Klasik

Dalam analisis regresi berganda terdapat beberapa asumsi klasik yang melandasinya. Pengujian dilakukan untuk memastikan terpenuhinya asumsi-asumsi tersebut.

Tabel 1. Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

| | | | Unstandardized Residual |
|--------------------------|-----|----------------|-------------------------|
| N | | | 116 |
| Normal Parameters | a,b | Mean | 2.941588E-10 |
| | | Std. Deviation | .1645281 |
| Most Extreme Differences | | Absolute | .070 |
| | | Positive | .070 |
| | | Negative | -.042 |
| Kolmogorov-Smirnov Z | | | .756 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | | | .617 |

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: data diolah

Model regresi mengasumsikan normalitas distribusi data residual. Uji normalitas dapat dilakukan menggunakan uji Kolmogorof-Smirnov. Hasil uji yang terdapat pada tabel 1 menunjukkan bahwa data residual berdistribusi normal. Deteksi mengenai ada tidaknya korelasi antar variabel bebas atau multikolinearitas dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan VIF. Nilai *cutoff* yang dipakai adalah nilai *tolerance* < 0.1 atau sama dengan nilai VIF > 10. Dari hasil pada tabel 1 terlihat bahwa tidak terjadi multikolinearitas.

**Tabel 2. Uji Autokorelasi
Runs Test**

| | Unstandardized Residual |
|-------------------------|-------------------------|
| Test Value ^a | 1.370211E-03 |
| Cases < Test Value | 58 |
| Cases >= Test Value | 58 |
| Total Cases | 116 |
| Number of Runs | 56 |
| Z | -.560 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | .576 |

a. Median

Sumber: data diolah

Masalah autokorelasi yakni korelasi antar anggota dapat terjadi pada data runtut waktu (*time series*) atau pada data *cross section*. Pengujian autokorelasi dapat dilakukan dengan *Runs Test* yang merupakan *Non Parametric Test*. Hasil pada tabel 2 menunjukkan nilai uji sebesar -0.56 dengan probabilitas 0.576 tidak signifikan pada 0.05 yang berarti tidak terjadi autokorelasi antar nilai residual.

Tabel 3. Uji Heteroskedastisitas

Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | .109 | .115 | | .951 | .344 |
| | PROFT | -1.82E-04 | .001 | -.017 | -.157 | .875 |
| | GROWTH | -3.41E-02 | .056 | -.061 | -.612 | .542 |
| | LOGSALES | 2.662E-03 | .019 | .015 | .141 | .888 |
| | ASING | 2.225E-02 | .026 | .086 | .859 | .392 |
| | GOV | -8.56E-03 | .027 | -.033 | -.319 | .751 |

a. Dependent Variable: ABSRES

Sumber: data diolah

Masalah heteroskedastisitas dapat terjadi bila *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tidak sama. Uji Glejser yang digunakan untuk menguji heteroskedastisitas dilakukan dengan cara meregresikan *absolute residual* terhadap variabel independen. Hasil regresi dapat dilihat pada tabel 3. Karena tidak ada variabel independen yang signifikan mempengaruhi variabel dependen maka disimpulkan bahwa model regresi memenuhi asumsi homoskedastisitas.

• Hasil Regresi

Tabel 4. Ringkasan Model
Model Summary

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | .626 ^a | .391 | .364 | .1571 |

a. Predictors: (Constant), GOV, PROFIT, GROWTH, ASING, LOGSALES

Sumber: data diolah

Tabel 5. Uji F

ANOVA^b

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|--------|-------------------|
| 1 | Regression | 1.746 | 5 | .349 | 14.149 | .000 ^a |
| | Residual | 2.714 | 110 | 2.467E-02 | | |
| | Total | 4.460 | 115 | | | |

a. Predictors: (Constant), GOV, PROFIT, GROWTH, ASING, LOGSALES

b. Dependent Variable: LEV

Sumber: data diolah

Tabel 6. Uji t

Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | -.685 | .168 | | -4.074 | .000 |
| | PROFIT | -6.27E-03 | .002 | -.310 | -3.702 | .000 |
| | GROWTH | -4.91E-02 | .081 | -.047 | -.604 | .547 |
| | LOGSALES | .204 | .028 | .624 | 7.417 | .000 |
| | ASING | -9.46E-02 | .038 | -.195 | -2.497 | .014 |
| | GOV | -.152 | .039 | -.314 | -3.870 | .000 |

a. Dependent Variable: LEV

Sumber: data diolah

Hasil dari analisis regresi berganda terdapat pada tabel-tabel 4, 5 dan 6. Dari tabel 4, nilai *Adjusted R²* sebesar 0,391 atau dengan kata lain 39.1% variasi struktur modal dapat dijelaskan oleh variasi dari ketiga variabel independen yang digunakan dalam model. Dengan demikian terdapat 61.9% variasi struktur modal yang dapat dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model.

Pengujian secara simultan sebagaimana terdapat pada tabel 5 menunjukkan bahwa pada taraf signifikansi 5% variabel-variabel yang digunakan bersama-sama mempengaruhi struktur modal secara

signifikan atau dengan kata lain model regresi dapat digunakan untuk memprediksi struktur modal.

Dari uji t yang dilakukan pada tabel 6, variabel profitabilitas ditemukan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dengan arah hubungan negatif. Hal ini sesuai dengan prediksi teori *Pecking Order*. Temuan ini merupakan dukungan atas temuan Fama dan French (2002), Benito (2003), Wiwattanakantang (1999) dan Mutamimah (2003).

Variabel pertumbuhan aktiva ditemukan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil ini tidak mendukung teori *Pecking Order*. Temuan ini juga tidak konsisten dengan Fama dan French (2002), Benito (2003). Perbedaan ini kemungkinan disebabkan karena jumlah sampel yang relatif kecil dan periode penelitian yang pendek. Fama dan French (2002) menggunakan sampel perusahaan Amerika Serikat dari tahun 1965 sampai 1997. Sedangkan Benito (2003) menggunakan sampel sejumlah 366 perusahaan dengan 3561 pengamatan.

Variabel ukuran perusahaan yang diukur dengan *logaritma* penjualan ditemukan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Arah hubungan yang didapatkan di antara keduanya adalah positif, sesuai dengan prediksi teori *trade off* bahwa semakin besar ukuran perusahaan (yang menunjukkan semakin kecilnya fluktuasi pendapatan dan arus kas) maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan mendapatkan hutang. Penggunaan hutang yang besar diharapkan akan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Variabel kepemilikan pemerintah diprediksi berhubungan positif dengan struktur modal sementara hasil penghitungan menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah berhubungan negatif terhadap struktur modal. Hal ini berarti perusahaan-perusahaan yang dimiliki pemerintah cenderung memiliki jumlah hutang yang kecil, pendanaan dengan saham lebih dipilih dibandingkan hutang. Pada perusahaan milik pemerintah tingkat kontrol dan monitoringnya tinggi, penggunaan hutang yang berlebihan dicegah agar tidak membebani perusahaan dan pemerintah selaku pemilik. Temuan ini mengkonfirmasi temuan Mutamimah (2003).

Variabel kepemilikan asing disimpulkan berhubungan negatif dengan struktur modal, perusahaan yang dimiliki pihak asing mempunyai hutang yang kecil. Penggunaan hutang diargumentasikan sebagai mekanisme pengawasan dari investor asing individual yang tidak mempunyai kemampuan monitoring karena lokasinya jauh. Namun bagi investor asing institusional, monitoring merupakan hal yang

dapat dilakukan sehingga penggunaan hutang sebagai mekanisme pengawasan menjadi kurang penting.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor penentu struktur modal perusahaan di Indonesia dengan studi kasus pada emiten syariah tahun 2001 hingga 2004. Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini bersumber dari teori-teori *trade off*, *pecking order* dan keagenan, dimana sebagian besar memberikan hasil yang konsisten dengan prediksi teori *trade off* dan *pecking order*. Variabel-variabel tersebut adalah profitabilitas dan ukuran perusahaan. Dengan semakin tingginya tingkat keuntungan perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Jakarta Islamic Index semakin rendah tingkat hutang yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan yang besar yang ditunjukkan dengan nilai aktiva memberikan akses yang lebih besar bagi perusahaan-perusahaan pada Jakarta Islamic Index untuk mendapatkan hutang. Sementara untuk variabel pertumbuhan aktiva tidak ditemukan berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat.

Keterbatasan penelitian ini antara lain pada sedikitnya sampel dan jumlah observasi yang digunakan. Penelitian berikutnya dapat mengembangkan metodologi yang lebih sesuai untuk karakteristik pasar modal Indonesia. Variabel-variabel yang dipakai dapat ditambahkan untuk menguji berlakunya teori-teori mengenai struktur modal di Indonesia.

REFERENSI

- Benito, Andrew. 2003. *The Capital Structure of Firms: Is There A Pecking Order?* Banco de Espana, Madrid, tersedia di www.bde.es
- Fama, Eugene F. dan Kenneth R. French. 2000. *Testing Trade Off Predictions about Dividends and Debt*. Tersedia di www.ssrn.com
- Ghos, Arvin dan Francis Chai. 1999. Capital Structure: New Evidence of Optimality and Pecking Order Theory. *American Business Review*, Vol. 17 Iss. 1, 32- 39.
- Hamzah, Ardi. 2005. Analisa Ekonomi Makro, Industri dan Karakteristik Perusahaan terhadap Beta Sham Syariah. *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi VIII*, KAKPM 23.
- Husnan, Suad. 1993. *Pembelanjaan Perusahaan*. Jogjakarta: Liberty.
- Mutamimah. 2003. Analisis Struktur Modal pada Perusahaan-perusahaan Non Finansial yang *Go Public* di Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Strategi* Vol 11 Th VIII.

- Nasruddin. 2004. Faktor-faktor yang Menentukan Keputusan Struktur Modal: Studi Empirik pada Perusahaan Industri Farmasi di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Investasi* Vol. 5 No. 1, 47-62
- Wiwattanakantang, Yupana. 1999. An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms. *Pacific Basin Finance Journal* 7, 371-403.