



PUBLISHER: <https://journal.adlermanurungpress.com/>

DOI: <https://doi.org/10.63607/jcmb.v14i1>

ANALISIS STRUKTUR MODAL OPTIMAL PADA PERUSAHAAN YANG TERCATAT DI JAKARTA ISLAMIC INDEX (JII) PADA BURSA EFEK INDONESIA

Nanang Widyanoro^{1*}, Adler Haymans Manurung²

¹Fakultas Doktor Manajemen dan Bisnis IPB University, Bogor

²Universitas Bhayangkara Jakarta Raya

Email: nanangwidyanoro@apps.ipb.ac.id^{1*}, adler.manurung@dsn.ubharajaya.ac.id²

Alamat: Gedung SB IPB, Jalan Pajajaran Kota Bogor +62 251 8313813

Korespondensi Penulis: nanangwidyanoro@apps.ipb.ac.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh likuiditas, profitabilitas, struktur aset, dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index (JII) di Bursa Efek Indonesia. Menggunakan data panel dari sejumlah perusahaan selama periode 2022–2024, metode regresi Random Effect dipilih sebagai model estimasi terbaik berdasarkan hasil uji Hausman. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, sedangkan profitabilitas berpengaruh negatif namun hanya signifikan secara marginal. Sebaliknya, struktur aset dan ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Temuan ini mendukung *Pecking Order Theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih pendanaan internal ketika memiliki likuiditas dan laba yang cukup. Studi ini memberikan implikasi praktis bagi manajemen perusahaan dalam merancang kebijakan pendanaan serta bagi investor dalam menilai kualitas keuangan emiten berbasis syariah.

Kata kunci: struktur modal, likuiditas, profitabilitas, struktur aset, ukuran perusahaan, JII

Abstract

This study aims to examine the influence of liquidity, profitability, asset structure, and firm size on the capital structure of companies listed in the Jakarta Islamic Index (JII) on the Indonesia Stock Exchange. Using panel data from selected companies over the 2022–2024 period, the Random Effect regression model was identified as the best-fit estimation approach based on the Hausman test. The results indicate that liquidity has a significant negative effect on capital structure, while profitability shows a marginally significant negative effect. Conversely, asset structure and firm size do not exhibit any significant influence. These findings support the Pecking Order Theory, which suggests that firms prefer internal financing when liquidity and profits are sufficient. This study offers practical implications for corporate management in designing financing policies and for investors in evaluating the financial quality of Sharia-compliant firms.

Keywords: capital structure, liquidity, profitability, asset structure, firm size, JII

PENDAHULUAN

Pasar modal di Indonesia terus berkembang pesat seiring meningkatnya investasi melalui pasar saham. Sebagaimana laporan Bursa Efek Indonesia (BEI) bahwa pasar modal Indonesia terus menunjukkan peran strategis dalam pembangunan ekonomi nasional. Kapitalisasi pasar saham berhasil mencatatkan rekor baru pada tahun 2025 mencapai posisi tertinggi yaitu sebesar Rp13.701 triliun pada Juli 2025. Rata-rata nilai transaksi harian perdagangan juga meningkat pada posisi Rp13,56 triliun dan volume transaksi perdagangan harian sebesar 22 miliar lembar saham. Harga saham yang terus mengalami peningkatan akan menarik minat investor untuk berinvestasi di pasar modal. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) tercatat meningkat *year on year* sebesar 16,9% dari indeks sebesar 7.195 pada tanggal 22 November 2024 meningkat menjadi 8.414 pada tanggal 21 November 2025.

Ketertarikan investor tidak hanya pada pasar saham konvensional, namun minat melakukan investasi pada perusahaan yang termasuk kriteria saham syariah juga meningkat. Hal ini ditunjukkan adanya peningkatan harga saham syariah. Salah satu indikator utamanya adalah Jakarta Islamic Index (JII) yang berisi 30 saham syariah unggulan di Bursa Efek Indonesia. Indeks JII tercatat telah mengalami peningkatan *year on year* sebesar 10,3% dari harga Rp.515 pada tanggal 22 November 2024 menjadi Rp.568 pada tanggal 21 November 2025. Emiten yang termasuk dalam JII disusun dengan kriteria seleksi ketat, antara lain memastikan emiten memenuhi ketentuan syariah seperti

pembatasan rasio hutang berbasis bunga maksimal sekitar 45% dari total aset. Hal ini sejalan dengan praktik indeks syariah global yang membatasi leverage, misalnya Dow Jones Islamic Market Index membolehkan maksimal utang 33% dari aset. Dengan pembatasan ini, perusahaan yang tergabung di JII cenderung memiliki struktur permodalan berutang lebih rendah dibanding perusahaan konvensional. Kondisi tersebut menarik untuk diteliti karena dapat memengaruhi struktur modal optimal agar perusahaan tetap memenuhi kepatuhan syariah.

Secara teori keuangan, struktur modal optimal merujuk pada kombinasi hutang dan modal sendiri yang memaksimalkan nilai perusahaan atau meminimalkan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC). (Modigliani & Miller, 1958) menyatakan struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan dalam kondisi pasar sempurna. Namun, dengan memperhitungkan pajak dan potensi kebangkrutan, *trade-off theory* menyatakan ada titik optimal di mana manfaat tambahan penggunaan hutang, seperti pajak lebih rendah, seimbang dengan biaya tambahan antara lain biaya kebangkrutan dan kesulitan keuangan. Kesulitan keuangan (*financial distress*) menurut (Wruck, 1990) didefinisikan sebagai sebuah situasi arus kas tidak dapat memenuhi kewajiban pembayaran saat ini. Dalam konteks perusahaan yang tergabung dalam saham syariah, optimalisasi struktur modal memiliki dimensi unik karena perusahaan diharuskan melakukan pembatasan hutang dengan basis bunga. Oleh karena itu, perusahaan syariah memiliki struktur modal optimal yang berbeda dibanding perusahaan konvensional, dengan leverage yang lebih rendah dan penekanan pada pendanaan ekuitas atau skema berbasis bagi hasil (*profit-loss sharing*).

Sejumlah penelitian telah mengkaji faktor-faktor penentu struktur modal di pasar negara berkembang dengan hasil yang variatif. Ukuran perusahaan, profitabilitas, dan risiko bisnis kerap diidentifikasi sebagai faktor penting, namun pengaruhnya bisa berbeda. Profitabilitas, misalnya, menurut teori *pecking order* cenderung berdampak negatif terhadap leverage karena perusahaan berprofit tinggi lebih mengandalkan laba ditahan daripada hutang. Di sisi lain, perusahaan dengan tingkat profit tinggi juga mampu menambah hutang karena kemampuan bayar bunga tinggi, sehingga sebagian studi menemukan pengaruh positif profitabilitas terhadap leverage. Demikian pula, ukuran perusahaan sering memiliki korelasi positif dengan tingkat hutang. Perusahaan besar lebih terdiversifikasi dan risiko bangkrut lebih rendah sehingga lebih mudah mendapatkan hutang.

Berangkat dari gap literatur tersebut, penelitian ini berupaya mengukur struktur modal optimal pada perusahaan yang tergabung dalam JII dengan menganalisis pengaruh faktor internal yaitu profitabilitas, likuiditas, struktur aset dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal. Optimal yang dimaksud di sini adalah struktur permodalan yang sesuai bagi perusahaan-perusahaan syariah untuk memaksimalkan nilai mereka, mengingat batasan leverage karena prinsip syariah. Secara spesifik tujuan penelitiannya adalah: Untuk menguji dan menganalisis pengaruh profitabilitas (X1), likuiditas (X2), struktur aset (X3) dan ukuran perusahaan (X4) terhadap struktur modal perusahaan (Y) anggota JII. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan kontribusi baik secara akademis maupun praktis. Secara akademis, studi ini melengkapi literatur struktur modal di pasar modal syariah Indonesia yang masih terbatas. Secara praktis, temuan mengenai determinan struktur modal optimal dapat menjadi acuan bagi manajemen perusahaan yang tergabung dalam JII dalam merumuskan kebijakan pendanaan yang seimbang antara kepatuhan syariah dan kinerja finansial yang optimal.

TINJAUAN LITERATUR

Konsep struktur modal pertama kali dipopulerkan oleh (Modigliani & Miller, 1958) dengan asumsi pasar sempurna. Teori MM I (tanpa pajak dan bunga) menyatakan nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur hutang dan ekuitas. Namun dalam dunia nyata, keberadaan pajak dan biaya finansial lainnya membuat hutang menjadi sumber pendanaan yang menarik hingga titik tertentu karena adanya manfaat pajak (*tax shield*). *Trade-off theory* menjelaskan bahwa perusahaan akan menambah hutang sampai manfaat marginal pajak sama dengan biaya marginal dari potensi kesulitan keuangan. Pada titik itulah tercapai struktur modal optimal yang memaksimalkan nilai perusahaan atau meminimalkan WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). Di sisi lain, model *pecking order* yang dilakukan oleh (Myers, 1984) memiliki hierarki preferensi sumber dana meliputi internal digunakan terlebih dahulu, disusul hutang, dan terakhir penerbitan saham baru. Teori ini memprediksi perusahaan yang sangat profit akan memiliki hutang lebih rendah karena kebutuhan pendanaan dapat dipenuhi internal. Data empiris mendukung *pecking order*, dimana profitabilitas sering berkorelasi negatif dengan rasio hutang.

Dalam konteks syariah, keputusan struktur modal diwarnai oleh larangan pendanaan dengan skema bunga dan adanya kewajiban pembayaran zakat. Perusahaan

cenderung menghindari hutang berbunga tinggi. Sejumlah indeks menerapkan batas maksimal leverage antara lain 33% di DJIM, 45% di JII. Penelitian (Ulussever et al., 2025) yang menganalisis 500 perusahaan di 9 negara Middle East and North Africa (MENA) menegaskan bahwa perusahaan syariah secara konsisten memiliki rasio leverage lebih rendah dibanding perusahaan non-syariah di wilayah yang sama. Keterbatasan ini berimplikasi pada penerapan teori struktur modal, sehingga *trade-off theory* menjadi tidak dominan karena benefit pajak karena hutang pun dibatasi oleh regulasi syariah, sementara *pecking order* lebih relevan dimana perusahaan syariah lebih mengutamakan pendanaan internal atau instrumen ekuitas berbasis bagi hasil. Studi (Yildirim et al., 2018) yang membandingkan perusahaan syariah vs non-syariah di 7 negara menemukan perbedaan struktur modal di kedua grup, namun secara umum keputusan pendanaan perusahaan syariah lebih selaras dengan *pecking order* daripada *trade-off theory*. Artinya, pada perusahaan syariah, profitabilitas yang tinggi cenderung menurunkan rasio hutang.

Profitabilitas menggunakan rasio *Return on Assets (ROA)* yang lazim digunakan untuk mengukur profitabilitas sebuah perusahaan. Menurut *pecking order theory*, profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Perusahaan dengan ROA tinggi menghasilkan arus kas internal melimpah sehingga relatif sedikit menggunakan hutang. Hal ini dikonfirmasi (Safavian & Sharma, 2007) yang mendapati perusahaan berprofit besar umumnya memiliki hutang dalam jumlah kecil. Dengan kata lain, laba ditahan menjadi sumber utama pendanaan dan mengurangi kebutuhan hutang eksternal. Sebaliknya, *trade-off theory* memandang profitabilitas tinggi justru memungkinkan perusahaan menambah hutang karena peluang memanfaatkan *tax shield* lebih besar dan risiko gagal bayar lebih rendah. Namun, penelitian empiris di banyak negara cenderung memiliki hubungan negatif, sebagaimana *pecking order theory*. (Husaeni, 2018) menemukan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap DER perusahaan yang tergabung dalam JII. Begitu pula penelitian perusahaan *Food and Beverages* syariah di Malaysia oleh (Sahudin et al., 2019) memperlihatkan profitabilitas sebagai salah satu determinan utama dengan pengaruh negatif terhadap leverage. Mengacu pada argumen teoritis dan mayoritas temuan empiris, hipotesis pertama adalah: **H1: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal** dimana semakin tinggi ROA, semakin rendah DER.

Likuiditas mengacu pada kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya, yang umumnya diukur dengan rasio lancar (*current ratio*) sebagai perbandingan aset lancar terhadap liabilitas lancar. Tingkat likuiditas mencerminkan margin keamanan keuangan perusahaan dalam jangka pendek. Secara teori, *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal daripada eksternal, sehingga perusahaan dengan likuiditas tinggi cenderung mengurangi penggunaan hutang eksternal. Likuiditas menyediakan dana internal yang dapat digunakan terlebih dahulu, sehingga mengurangi kebutuhan pendanaan melalui hutang (Myers, 1984). Teori ini memprediksi hubungan negatif antara likuiditas dan leverage. Semakin likuid perusahaan, semakin kecil proporsi hutang yang dibutuhkan dalam struktur modalnya. Sebaliknya, *trade-off theory* kurang menekankan peran likuiditas secara eksplisit, namun dapat diinterpretasikan bahwa likuiditas yang tinggi menurunkan risiko kebangkrutan dan memberi fleksibilitas keuangan, yang dapat meningkatkan kapasitas berutang walaupun tidak harus mendorong perusahaan untuk berhutang lebih banyak. Berdasar teori diatas, maka hipotesis kedua dirumuskan: **H2: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.**

Struktur aset merujuk pada komposisi aset perusahaan, terutama proporsi aset tetap terhadap total aset. Rasio aset tetap memberikan indikasi seberapa besar perusahaan menginvestasikan dananya pada aset berumur panjang seperti properti, pabrik, dan peralatan. Aset berwujud dapat dijadikan jaminan dalam pendanaan hutang. Struktur aset memengaruhi keputusan struktur modal optimal melalui kemampuannya menyediakan jaminan hutang. Proporsi aset tetap yang tinggi biasanya dikaitkan dengan kapasitas hutang yang lebih besar, sehingga dalam kerangka struktur modal optimal menurut teori *trade-off*, perusahaan dapat menambah hutang hingga titik di mana manfaat pajak marginal sama dengan biaya kebangkrutan marginal. Di sisi lain, jika manajemen mengikuti *pecking order*, perusahaan beraset tinggi mungkin menjaga hutang pada tingkat moderat karena dana internal tersedia atau ekuitas tidak terlalu mahal secara informasi. Banyak penelitian lain mendapati pengaruh yang lemah atau negatif, sejalan dengan *pecking order*. (Shahzad et al., 2021) mencatat bahwa karakteristik perusahaan di Asia Selatan secara keseluruhan mengikuti pola *pecking order* dalam penentuan struktur modal. Bukti lainnya berdasar data empiris di Indonesia menunjukkan pola negatif. (Handi & Mursid, 2025) menemukan bahwa perusahaan dengan porsi aset tetap lebih besar cenderung mengurangi penggunaan hutang. Berdasar teori *pecking order* dan uji

empiris diatas, maka hipotesis ketiga dirumuskan: **H3: Struktur Aset berpengaruh negatif terhadap struktur modal.**

Ukuran perusahaan sering diukur dari total aset atau penjualan. Teori *trade-off* berpendapat bahwa perusahaan besar cenderung memiliki leverage lebih tinggi karena 1) diversifikasi akan menurunkan risiko bangkrut, 2) kebutuhan dana yang besar sulit dipenuhi hanya dari modal sendiri, dan 3) reputasi yang lebih baik memudahkan akses kredit. (Vassalou & Xing, 2004) secara empiris menemukan efek positif signifikan ukuran perusahaan terhadap rasio hutang jangka panjang. Namun, ada pula temuan berbeda, (Husaeni, 2018) dalam risetnya pada emiten JII melaporkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). Hasil ini bertentangan dengan beberapa studi sebelumnya di konteks berbeda yang justru mendapat hubungan positif dan signifikan. Alasan inkonsistensi ini bisa jadi karena sampel perusahaan JII relatif homogen dalam skala perusahaan menengah dan besar dan memiliki akses ke sumber pendanaan, sehingga perbedaan ukuran tidak terlalu menentukan struktur modal. Berdasarkan tinjauan teori dan empiris dan pertimbangan bahwa obyek penelitian adalah saham yang tergabung dalam JII, maka hipotesis ketiga dirumuskan: **H4: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal.**

Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian relevan patut dicatat. (Akbar et al., 2023) membandingkan determinan struktur modal perusahaan syariah vs non-syariah di Pakistan selama 2008-2018. Mereka menemukan bahwa faktor-faktor penentu leverage bekerja berbeda antara kedua kelompok tersebut. Pada perusahaan syariah kecepatan penyesuaian menuju struktur modal optimal ternyata lebih lambat dibanding perusahaan konvensional. Hal ini diduga karena batasan syariah membuat perusahaan syariah lebih enggan berhutang. Temuan ini sejalan dengan hasil (Ulussever et al., 2025) di kawasan MENA yang menyimpulkan adanya pola khusus perusahaan syariah yaitu leverage lebih rendah dan penyesuaian struktur permodalan yang hati-hati. Sementara itu, (Husaeni, 2018) di Indonesia menemukan secara simultan ukuran perusahaan, likuiditas, ROA, dan pertumbuhan penjualan signifikan memengaruhi struktur modal perusahaan JII. Namun secara parsial, tidak semua variabel signifikan: ukuran dan pertumbuhan penjualan tidak signifikan, sedangkan likuiditas berpengaruh negatif dan ROA negatif signifikan terhadap DER. Di Malaysia, studi (Zahariah et al., 2019) juga menyimpulkan profitabilitas, aset berwujud, likuiditas, dan ukuran sebagai faktor penting memengaruhi struktur modal

perusahaan syariah. Secara umum, literatur di berbagai negara mayoritas muslim mengindikasikan pola konsisten yaitu profitabilitas cenderung menurunkan leverage, sementara ukuran dan aset berwujud cenderung menaikkan leverage. Risiko bisnis umumnya dipandang menekan penggunaan hutang demi menjaga stabilitas keuangan. Berdasarkan landasan teori dan temuan sebelumnya di atas, penelitian ini menguji empat hipotesis seperti telah dirumuskan untuk konteks perusahaan JII.

METODOLOGI PENELITIAN

Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain penelitian kausal eksplanatori. Metode yang diterapkan adalah analisis regresi linier berganda untuk menguji pengaruh variabel independen (X1: Profitabilitas, X2: Likuiditas, X3: Struktur Aset, X4: Ukuran Perusahaan) terhadap variabel dependen (Y: Struktur Modal). Model penelitian diformulasikan sebagai berikut:

$$DER_{it} = \alpha + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 LIQ + \beta_3 SA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

di mana DER (*Debt to Equity Ratio*) merupakan *proxy* struktur modal optimal perusahaan i pada periode t . Persamaan ini akan diestimasi menggunakan data panel perusahaan JII dalam rentang waktu tahun 2022-2024.

Populasi dan Sampel.

Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index (JII) pada Bursa Efek Indonesia. JII berisi 30 saham syariah kapitalisasi besar, namun komposisinya ditinjau setiap enam bulan. Untuk konsistensi data, penelitian ini akan menggunakan sampel perusahaan JII yang relatif stabil masuk ke dalam indeks selama periode observasi tahun 2022–2024. Kriteria *purposive sampling* ditetapkan, yaitu: (1) perusahaan tercatat di JII pada masa evaluasi terakhir yaitu periode sampai dengan November 2025 (2) perusahaan tercatat minimal 8 dari 15 periode tinjauan dalam jangka waktu penelitian, dan (3) memiliki data laporan keuangan tahunan lengkap tiap tahun. Dari seleksi tersebut terpilih 23 perusahaan yang memenuhi kriteria, dengan data tahunan selama 3 tahun, sehingga jumlah observasi sebanyak 69 observasi *firm-year*.

Data dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berasal dari laporan keuangan tahunan publikasi perusahaan dari sumber website IDX. Data kuantitatif meliputi:

liabilitis, ekuitas, total aset, laba bersih, ekuitas, aset lancar, aset tetap, hutang lancar. Kemudian data tersebut diolah menjadi beberapa rasio dan logaritma natural.

Operasionalisasi Variabel

Definisi operasional dan pengukuran variabel penelitian adalah sebagai berikut:

- **Struktur Modal (DER)** – adalah variabel dependen diukur dengan Debt to Equity Ratio (DER), yakni perbandingan antara total hutang (liabilitas) dengan total ekuitas perusahaan. Rasio ini dipilih karena merefleksikan seberapa besar pendanaan perusahaan ditopang hutang dibanding modal sendiri.
- **Profitabilitas (ROA)** – diukur dengan Return on Assets (ROA), yaitu rasio laba bersih setelah pajak terhadap total aset. ROA menunjukkan kemampuan manajemen menghasilkan keuntungan dari aset yang dimiliki. Alasan pemilihan ROA adalah agar sejalan dengan perspektif penggunaan aset dalam variabel ukuran dan karena ROA sering dipakai dalam studi leverage.
- **Liquiditas (LIQ)** – diukur dengan Current Asset dibanding Current Liabilities yang menunjukkan kemampuan aset lancar perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya.
- **Struktur Aset (SA)** - mengukur komposisi aset perusahaan, yang merupakan perbandingan aset tetap (berwujud) terhadap total aset atau disebut *tangible assets to total assets*. Hal ini dapat memberikan gambaran kemampuan perusahaan dalam menginvestasikan dananya pada aset berumur panjang seperti properti, pabrik, dan peralatan.
- **Ukuran Perusahaan (SIZE)** – diukur melalui logaritma natural total aset (\ln Assets) pada akhir tahun. Penggunaan logaritma natural aset bertujuan menstabilkan skala dan mengurangi heteroskedastisitas. Ukuran ini mencerminkan skala usaha dan kapasitas finansial perusahaan dimana semakin besar perusahaan, terdapat potensi hutangnya makin besar.

Teknik Analisis Data

Tahapan analisis dimulai dengan statistik deskriptif untuk memahami karakteristik data meliputi rata-rata, standar deviasi, minimum, maksimum dari variabel penelitian. Mengingat data bersifat panel yaitu perusahaan dan tahun, maka diperlukan pemilihan model terbaik antara *Common Effect*, *Fixed Effect*, atau *Random Effect*. Uji Chow, uji Hausman dan Uji Langrange Multiplier digunakan untuk menentukan model terbaik tersebut.

Pengujian hipotesis dilakukan dengan melihat nilai koefisien regresi dan signifikansinya. Uji t parsial digunakan untuk masing-masing $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ terhadap H1, H2, H3 dan H4. Taraf signifikansi yang digunakan adalah 5% ($\alpha = 0,05$) dua arah. Kriteria pengujian: hipotesis diterima jika nilai p -value $< 0,05$. Selain itu, uji F simultan dilakukan untuk menguji apakah keempat variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Nilai *Adjusted R-square* juga akan dilaporkan guna menunjukkan proporsi variasi DER yang bisa dijelaskan model.

Setelah model diestimasi, interpretasi hasil akan dikaitkan dengan konsep struktur modal optimal dan teori *trade-off vs pecking order* serta kebijakan syariah. Dengan demikian, penelitian ini tidak hanya menguji hubungan statistik, tetapi juga mencoba mengidentifikasi besaran struktur modal yang optimal bagi perusahaan JII, yakni rasio hutang-ekuitas yang selaras dengan karakteristik internal perusahaan serta tetap memenuhi koridor prinsip syariah.

HASIL PENELITIAN

Statistik Deskriptif

Berdasarkan data yang dikumpulkan diperoleh data mean, maximum, minimum dan standard deviation dari seluruh observasi, sebagai berikut:

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Date: 12/02/25 Time: 16:42
Sample: 2022 2024

	LNDER	LIQ	ROA	SA	SIZE
Mean	4.313188	2.226522	7.492319	35.08580	18.42971
Median	4.380000	1.730000	7.100000	30.82000	17.61000
Maximum	6.470000	11.08000	29.29000	72.86000	31.01000
Minimum	2.560000	0.360000	-3.030000	1.640000	12.53000
Std. Dev.	0.822533	1.673820	7.067438	20.30052	3.858155
Skewness	-0.222038	2.625602	1.373121	0.476045	1.401800
Kurtosis	3.356853	13.11633	5.055909	2.076579	5.781514
Jarque-Bera Probability	0.933076 0.627170	373.5063 0.000000	33.83475 0.000000	5.057646 0.079753	44.84136 0.000000
Sum	297.6100	153.6300	516.9700	2420.920	1271.650
Sum Sq. Dev.	46.00610	190.5138	3396.510	28023.56	1012.204
Observations	69	69	69	69	69

Dari tabel diatas ditunjukkan bahwa pengamatan atau observasi pada penelitian ini adalah sebanyak 69 sampel di semua variabel baik variabel dependen maupun independen. Struktur modal merupakan variabel dependen yang menggunakan *proxy* logaritma natural dari *Debt to Equity Ratio* dan memiliki nilai minimum sebesar 2,56

yaitu PT.Vale Indonesia (INCO) sementara nilai tertinggi sebesar 6,47 yaitu PT. Unilever Indonesia (UNVR).

Analisis Pemilihan Model

Dalam metode estimasi model regresi data panel dapat dilakukan melalui tiga pendekatan, yaitu *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), atau *Random Effect Model* (REM). Dari tiga model tersebut dipilih salah satu model terbaik yang akan digunakan untuk analisa. Untuk itu dilakukan Uji Chow, Uji Hausman dan Uji Langrange Multiplier.

Uji Chow

Uji Chow digunakan untuk membandingkan mana model terbaik antara *Common Effect Model* (CEM) atau *Fixed Effect Model* (FEM). Pengambilan keputusan dengan melihat nilai probalitas untuk Cross Section-F. Jika nilai $p > 0,05$ maka model yang terpilih adalah *Common Effect Model*. Tetapi jika $p < 0,05$ maka model yang terpilih adalah *Fixed Effect Model*.

Tabel 2. Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: FEM

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	111.951834	(22,42)	0.0000
Cross-section Chi-square	282.096190	22	0.0000

Berdasarkan Tabel Uji Chow diatas, kedua nilai probabilitas Cross-section F dan Chi-square yang lebih kecil dari 0,05, maka model yang dipilih adalah model *Fixed Effect Model*.

Uji Hausman

Uji Hausman dilakukan untuk memilih model terbaik antara *Fixed Effect Model* dan *Random Effect Model*. Pengambilan keputusan dengan melihat nilai probabilitas (p) untuk *Cross-Section Random*. Jika nilai $p > 0,05$ maka model yang terpilih adalah *Random Effect Model*. Tetapi jika $p < 0,05$ maka model yang dipilih adalah *Fixed Effect Model*.

Tabel 3. Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Chi-Sq.			
Test Summary	Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	4.657432	4	0.3243

Berdasarkan Tabel Uji Hausman diatas, nilai probabilitas *Cross-section random* sebesar 0,3243 yang lebih besar dari 0,05, maka model yang dipilih adalah model *Random Effect Model*.

Uji LM (Langrange Multiplier)

Uji LM untuk mengetahui apakah model *Random Effect* lebih baik daripada metode *Common Effect* dan untuk memastikan konsistensi pemilihan model dari metode sebelumnya.

Tabel 4. Uji Langrange Multiplier

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided

(all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	57.72610 (0.0000)	1.440931 (0.2300)	59.16703 (0.0000)
Honda	7.597769 (0.0000)	-1.200388 (0.8850)	4.523632 (0.0000)
King-Wu	7.597769 (0.0000)	-1.200388 (0.8850)	1.044003 (0.1482)

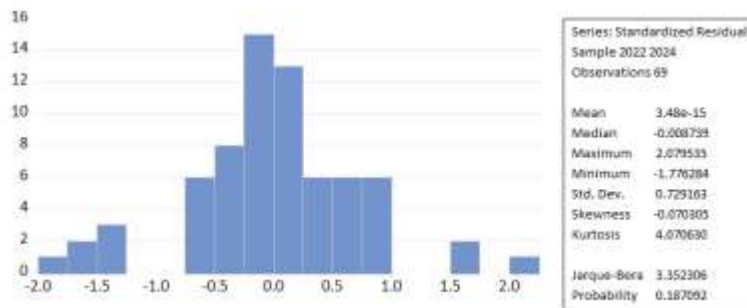
Standardized Honda	8.419795 (0.0000)	-0.971163 (0.8343)	1.575336 (0.0576)
Standardized King-Wu	8.419795 (0.0000)	-0.971163 (0.8343)	-1.000868 (0.8416)
Gourieroux, et al.	--	--	57.72610 (0.0000)

Dari hasil output diatas dapat dilihat bahwa nilai probabilitas *Breush-Pagan* (BP) sebesar 0,0000 lebih kecil dari 0,05 sehingga model yang terbaik yang digunakan adalah model *Random Effect Model*.

Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk menguji apakah data berdistribusi normal atau tidak, yang merupakan asumsi penting dalam banyak metode statistik seperti uji-t dan regresi linear. Tujuan utamanya adalah untuk memastikan bahwa hasil analisis statistik yang digunakan akan akurat dan valid.

Grafik 1. Uji Normalitas



Dilihat dari grafik diatas, nilai probabilitly sebesar $0,187 > 0,05$ yang menandakan bahwa data terdistribusi normal.

Uji Multikolinieritas

Uji multikolinearitas digunakan untuk mengecek ada atau tidaknya korelasi yang tinggi antara variabel-variabel bebas dalam sebuah model regresi berganda. Hal ini untuk menghindari masalah yang dapat mengurangi keandalan dan stabilitas model regresi, seperti kesulitan membedakan pengaruh masing-masing variabel independen Dalam uji multikolinieritas ini menggunakan metode *pair rise correlation* dimana ketentuan nilai

koefisien korelasi harus kurang dari $< 0,8$ agar memenuhi syarat terbebas dari multikolinieritas.

Tabel 5. Uji Multikolinieritas

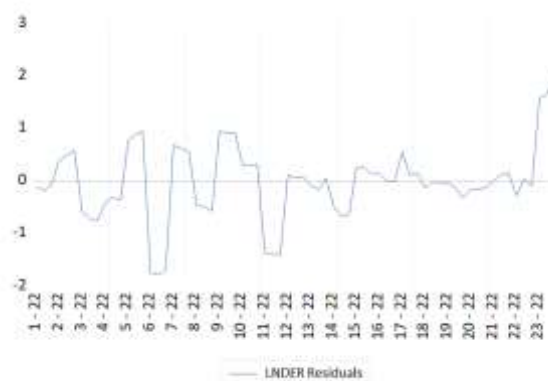
	LIQ	ROA	SA	SIZE
LIQ	1.000000	-0.088811	-0.190902	0.037545
ROA	-0.088811	1.000000	-0.099453	-0.083440
SA	-0.190902	-0.099453	1.000000	-0.186660
SIZE	0.037545	-0.083440	-0.186660	1.000000

Dari tabel diatas terlihat korelasi antara LIQ dan ROA $< 0,8$, korelasi antara LIQ dan SA $< 0,8$, korelasi antara LIQ dan SIZE $< 0,8$, korelasi antara ROA dan SA $< 0,8$, korelasi ROA dan SIZE $< 0,8$, serta korelasi antara SA dan SIZE $< 0,8$, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel independen terbebas dari multikolinieritas.

Uji Heterokedastisitas

Tujuan uji heteroskedastisitas adalah untuk menguji apakah ada ketidaksamaan varians pada residual (kesalahan) dari satu pengamatan ke pengamatan lainnya dalam model regresi. Jika varians residual konstan, maka kondisi ini disebut homoskedastisitas.

Grafik 2. Uji Heterokedastisitas



Dari hasil uji heterokedastisitas menggunakan residual graph diatas, terlihat kurva terlihat diantara -500 sampai dengan +500, sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi gejala heterokedastisitas.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi merupakan uji yang dilakukan untuk dapat melihat apakah terjadi korelasi di antara suatu periode dengan periode-periode sebelumnya. Hal ini ditunjukkan dengan melihat nilai Durbin Watson Statistic. Apabila nilai Durbin Watson berkisar antara -2 sampai dengan +2, maka dikatakan model tersebut tidak terjadi autokorelasi.

Tabel 6. Uji Autokorelasi

Dependent Variable: LNDER

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 12/02/25 Time: 12:32

Sample: 2022 2024

Periods included: 3

Cross-sections included: 23

Total panel (balanced) observations: 69

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.455396	0.799837	6.820638	0.0000
LIQ	-0.130734	0.017468	-7.484398	0.0000
ROA	-0.010721	0.005391	-1.988522	0.0510
SA	-0.003290	0.004431	-0.742515	0.4605
SIZE	-0.035560	0.039555	-0.898997	0.3720

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.733936	0.9771
Idiosyncratic random	0.112306	0.0229

Weighted Statistics

Root MSE	0.108714	R-squared	0.467775
Mean dependent var	0.379572	Adjusted R-squared	0.434511
S.D. dependent var	0.150110	S.E. of regression	0.112881
Sum squared resid	0.815500	F-statistic	14.06249
Durbin-Watson stat	1.504561	Prob(F-statistic)	0.000000

Dari hasil analisa diatas, diketahui nilai Durbin Watson statistic adalah 1,504, sehingga dapat disimpulkan bahwa model tersebut tidak terjadi autokorelasi.

Berdasarkan metode uji pemilihan model terbaik dan uji asumsi klasik didapat model persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{DER} = 5,46 - 0,13 \text{ LIQ} - 0,01 \text{ ROA} - 0,003 \text{ SA} - 0,04 \text{ SIZE} + \varepsilon$$

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Hasil regresi dengan pendekatan *Random Effect* menunjukkan bahwa dari keempat variabel independen yang diuji, hanya variabel likuiditas (LIQ) yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (DER) pada perusahaan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index. Koefisien regresi likuiditas bernilai negatif sebesar -0,13 dengan tingkat signifikansi 0,000, menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan, maka semakin rendah ketergantungan perusahaan terhadap pendanaan berbasis hutang. Temuan ini sejalan dengan *Pecking Order Theory*, yang menyatakan bahwa perusahaan dengan dana internal yang cukup akan cenderung menghindari pembiayaan eksternal. Variabel profitabilitas (ROA) juga memiliki pengaruh negatif terhadap DER, namun hanya signifikan secara marginal pada tingkat 5% ($p = 0,051$), menunjukkan kecenderungan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan akan menggunakan lebih sedikit hutang. Sementara itu, variabel struktur aset (SA) dan ukuran perusahaan (SIZE) tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap DER, masing-masing dengan nilai p sebesar 0,460 dan 0,372. Hal ini mengindikasikan bahwa aset tetap dan skala usaha bukanlah determinan utama struktur modal dalam konteks perusahaan syariah, yang cenderung menghindari praktik pembiayaan berbasis bunga. Secara keseluruhan, model regresi memiliki kekuatan prediktif yang cukup baik dengan nilai Adjusted R^2 sebesar 0,434 dan nilai F-statistik signifikan, yang menunjukkan bahwa model mampu menjelaskan sekitar 43% variasi struktur modal. Temuan ini menegaskan pentingnya likuiditas dan profitabilitas dalam menentukan struktur modal optimal pada perusahaan syariah di pasar modal Indonesia.

Saran

Manajemen perusahaan disarankan untuk mempertahankan tingkat likuiditas yang sehat sebagai strategi pembiayaan internal agar ketergantungan terhadap hutang dapat diminimalkan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas berperan signifikan dalam menurunkan struktur modal berbasis hutang. Oleh karena itu, pengelolaan kas dan aset lancar perlu dijadikan prioritas dalam perencanaan keuangan jangka pendek dan

menengah. Selain itu, meskipun profitabilitas tidak signifikan secara kuat, kecenderungan arah negatif terhadap DER mengindikasikan bahwa peningkatan efisiensi operasional dan margin laba dapat memperkuat posisi modal perusahaan tanpa harus bergantung pada pembiayaan eksternal.

Investor dapat menjadikan indikator likuiditas dan profitabilitas sebagai dasar evaluasi risiko dan kualitas struktur modal perusahaan yang tergabung dalam indeks syariah. Perusahaan dengan rasio likuiditas tinggi cenderung lebih mandiri secara finansial dan tidak terlalu bergantung pada hutang, sehingga lebih resilien terhadap fluktuasi biaya modal atau tekanan pasar. Dalam konteks keuangan syariah, rendahnya leverage juga mencerminkan kepatuhan terhadap prinsip syariah non bunga yang menjadi acuan bagi investor yang mengedepankan investasi etis.

Penelitian lanjutan disarankan untuk memperluas cakupan variabel dengan menambahkan faktor-faktor makroekonomi seperti suku bunga, inflasi, dan kondisi pasar modal sebagai variabel kontrol, guna menguji ketahanan hasil dalam kondisi ekonomi yang berbeda. Selain itu, studi komparatif antara perusahaan syariah dan konvensional dapat memberikan perspektif yang lebih luas terhadap peran nilai syariah dalam kebijakan pembiayaan. Penggunaan metode non-linier atau model moderasi juga dapat memperkaya pemahaman terhadap interaksi antar variabel yang mungkin tidak terlihat dalam model linier sederhana.

DAFTAR PUSTAKA

- Akbar, S., Khan, S., Haq, Z. U., & Khan, M. I. (2023). Capital structure dynamics of *Shariah* -compliant vs noncompliant firms: Evidence from Pakistan. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 16(2), 366–383. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-06-2021-0239>
- Handi, H., & Mursid, A. (2025). Decoding Capital Structure: The Role of Asset Composition, Growth Potential, and Profitability in IDXQ30 Firms (2021-2023). In A. Mursid & F. Lukiastruti (Eds.), *Proceedings of the 2nd International Conference on Business, Accounting, Banking, and Economics (ICBABE 2025)* (Vol. 350, pp. 191–197). Atlantis Press International BV. https://doi.org/10.2991/978-94-6463-862-2_15
- Husaeni, U. A. (2018). Determinants of Capital Structure in Companies Listed in The Jakarta Islamic Index. *International Journal of Economics*, 2, 443–456.

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Myers, S. (1984). *Capital Structure Puzzle* (No. w1393; p. w1393). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w1393>
- Safavian, M., & Sharma, S. (2007). *When Do Creditor Rights Work?* _.
- Sahudin, Z., Ismail, Z., Sulaiman, S., Abd Rahman, H., & Nizam Jaafar, M. (2019). Capital Structure Determinants of Shariah-compliant Firms. *Journal of Emerging Economies and Islamic Research*. <https://doi.org/10.24191/jeeir.v7i1.7256>
- Shahzad, A., Azeem, M., Nazir, M. S., Vo, X. V., & Linh, N. T. M. (2021). The determinants of capital structure: Evidence from SAARC countries. *International Journal of Finance & Economics*, 26(4), 6471–6487. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2132>
- Ulussever, T., Doruk, Ö. T., Ertuğrul, H. M., & Tekdoğan, Ö. F. (2025). Shariah-compliant firms and firm leverage: Evidence from firm-level time varying quasi experimental analysis for MENA countries. *Humanities and Social Sciences Communications*, 12(1), 1471. <https://doi.org/10.1057/s41599-025-05001-9>
- Vassalou, M., & Xing, Y. (2004). Default Risk in Equity Returns. *The Journal of Finance*, 59(2), 831–868. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00650.x>
- Wruck, K. H. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 419–444. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90063-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90063-6)
- Yildirim, R., Masih, M., & Bacha, O. I. (2018). Determinants of capital structure: Evidence from Shari’ah compliant and non-compliant firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 51, 198–219. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.06.008>