

ANALISIS *CAPITAL STRUCTURE* DALAM KEUANGAN ISLAM

Muhammad Agus Salim
Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Unisma,
muhassa123@gmail.com

Ahmad Rodoni
Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis serta Wakil Direktur SPs UIN Jakarta
ahmad.rodoni@uinjkt.ac.id

Abstract

This paper studies the current development of the capital structure theory, to explore the connection between this theory and the Islamic finance, and to investigate the connection between the capital structure and the process of *syari`ah* (Islamic law) screening in three stock exchanges of *syari`ah*. Here, this article employs a qualitative approach by delving other scholars' theories that have studied the capital structure of the Islamic finance. Next, this paper demontates an important finding; that is, limitation is necessary for the use of debt in a company that operates on the basis of Islamic principles. In this regard, as a debt has to have a favor for asset, the company, which operates on the basis of Islamic principles, is not to go beyond the real asset. The difference of the *syari`ah* screening model in those three stock exchanges is influenced by some crucial factors in the way the company decides its *syari`ah* screening model. They are, such as the difference of a social structure in a country, its modification of the monetary industry, and its variance of the school of thought adhered by some Muslim learned people.

A. Latar Belakang Penelitian

Perkembangan *Islamic Finance* merupakan representasi masuknya hukum-hukum religius dalam wilayah kehidupan komersial. *Islamic finance* menantang hukum komersial sekuler yang dipresumsikan lebih efisien dan superior, menentang hukum komersial yang memisahkan dari pertimbangan religius dan kepatuhan atas jajarannya.

Keuangan Islam merupakan prinsip-prinsip kehidupan komersial keuangan yang diderivasikan dari epistemologi Islam. Pendekatan yang dapat dilakukan ada dua macam. Pertama, disiplin yang memajukan alternatif-

alternatif baru terhadap keuangan komersial konvensional. Disini dilakukan upaya kreatif penafsiran ajaran agama untuk memajukan alternatif baru yang diyakini dapat memberikan kemanfaatan lebih besar dengan tingkat mudharat yang minimum. Pendekatan yang kedua adalah melakukan reevaluasi konsep dan praktek keuangan konvensional yang ada dengan Fiqh. Dengan mempertanyakan dan menilai apakah konsep dan praktek yang ada tersebut sejalan dengan syariah. Penilaian akan jatuh pada penetapan halal, makruh, mubah, sunnah, atau haram. Adalah menarik untuk mempertanyakan options dari perspektif syariah.

Capital structure menurut perspektive Islam merupakan suatu topik yang sangat menarik untuk diteliti. Hubungan capital structure dengan Islam adalah berkaitan utang (debt) dan kepemilikan (equity). Dalam keuangan konvensional, utang itu identik interest rate (bunga), di mana dalam Islam adanya pelarangan riba. Perdebatan Islamic capital structure dengan syariah screening sangat penting untuk diteliti lebih lanjut.

Terkait dengan modal (capital), Islam mempunyai ketentuan yang harus dipenuhi (Abdullah al-Mushlih dan Shalah ash_Shawi, 2004), antara lain: 1. modal harus diketahui jumlah dan jenisnya, 2. modal berbentuk asset real (dapat berbentuk uang atau barang). Artinya modal harus ada pada saat transaksi, jika pada saat transaksi tidak ada bentuknya, maka transaksi dianggap batal. Dan 3. modal bukan merupakan utang. Hal ini dilakukan untuk menghindari terjadinya riba.

Berkaitan dengan *shariah screening*, Sani dan Othman (2013) melakukan penelitian tentang revisi metode syariah *screening* berdasarkan pada kondisi perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria syariah. Penelitian tersebut memberikan kesimpulan bahwa 77% dari saham yang telah dinyatakan sebagai saham syariah dengan model *screening* dewan syariah Malaysia tetap layak memenuhi aspek syariah. Hal ini berarti dari jumlah tersebut masih terdapat 23% yang tidak sesuai syariah namun masuk dalam daftar efek syariah. Apabila saham syariah yang diseleksi dengan menggunakan metodologi MSCI, hanya ada 39% dari perusahaan akan berhak status sesuai syariah (Sani dan Otman, 2013).

Penelitian lain terkait *sharia screening* yang dilakukan oleh M Ardiansyah, et.al (2016) yakni tentang bagaimana perbedaan model syariah *screening* di beberapa negara di Asia Tenggara dan dampaknya terhadap ketahanan dan volatilitas saham syariah. Hasilnya untuk *screening* kualitatif

setiap negara hampir sama sedangkan untuk variabel kuantitatifnya terdapat sedikit perbedaan dari proxy yang digunakan oleh masing-masing model (Ardiansyah, 2016).

Berdasarkan latar belakang, maka terdapat beberapa tujuan penelitian ini yaitu (1) menganalisis perkembangan teori capital structure yang ada saat ini, (2) mengeksplorasi kaitan capital structure dengan islam finance, dan (3) menganalisis hubungan capital structure dengan proses syariah screening pada tiga bursa saham syariah. Penelitian diharapkan menjadi temuan yang menarik mengenai capital structure menurut persepektif Islam.

B. Literature Review

Literature tentang perusahaan dan capital structure dari perspective Islam dapat dikategorikan menjadi dua tema utama, yaitu Pertama, sifat instrument pembiayaan. Asset perusahaan dapat dibiayai dalam berbagai cara pada kerangka Islam. Model pembiayaannya antara lain, a. kemitraan atau dikenal dengan istilah *partnership*, yaitu bagi hasil dan kerugian, yang digunakan pada akad musyarakah dan mudharabah, b. jual beli (*sale*), yaitu bai muajjal (murabahah) dan istisna/salam, dan c. sewa (*leasing*), yaitu ijarah. Kedua, Hakikat perusahaan. Sejumlah karya ilmiah mendiskusikan hakikat tujuan perusahaan Islami adalah memaksimalkan unit produksi. Siddiqi menyatakan bahwa tujuan perusahaan dalam ekonomi adalah mencari keuntungan yang memuaskan. Keuntungan yang memuaskan berbeda dengan memaksimalkan keuntungan dalam arti neoklasik. Faktor sosial dan etis mempengaruhi keputusan produksi.

Salah satu prinsip kunci dari keuangan Islam seperti yang dinyatakan dalam Al-Quran adalah larangan riba bahwa Allah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Banyak ayat Al-qur'an lain yang berisikan pelarangan riba atau interest rate. Dalam Islam dianjurkan untuk melakukan perniagaan dalam kehidupan ummat manusia di muka bumi.

Islam mendukung pandangan bahwa Muslim tidak bertindak sebagai kreditur nominal di investasi tetapi sebagai mitra dalam bisnis" (Hourani, 2004), atau dengan kata lain, agama Islam mempromosikan pembiayaan berbasis ekuitas. Sebagai mitra, keuangan Islam mempromosikan penggunaan *profit and loss sharing* dan usaha patungan untuk sumber pembiayaan. Kedua jenis pendanaan melibatkan penggunaan dana ekuitas dengan

menghubungkan manajemen dengan ekuitas untuk membentuk hubungan kerja bersama, sehingga menawarkan ketertarikan pribadi bagi para pihak.

Islamic capital structure merupakan kombinasi hutang jangka panjang dan ekuitas yang diformulasikan dengan menggabungkan pembayaran pajak dan zakat. Sanusi, et.al. (2014) mengadakan penelitian mengenai keberadaan pembayaran zakat sebagai pelindung pengganti pajak perusahaan untuk utang. Hasil penelitian tersebut membuktikan hubungan negative antara leverage perusahaan dan pembayaran zakat perusahaan dan manajer cenderung bereaksi positif terhadap masalah ekuitas sebagai hasil manfaat pelindung pembayaran zakat.

Menurut Adam Noor Latiffah dan Abu Bakar Nordin (2014) yang dimaksud dengan sharia screening adalah proses seleksi suatu efek (surat berharga konvensional, misal saham dan obligasi) agar bisa masuk dalam kategori efek syariah. Dalam proses seleksi ini tidak dibolehkan terjadinya percampuran antara yang halal dan haram. Hal ini dapat dirujuk berdasarkan firman Allah SWT dalam QS Al-Baqarah: 42.

Proses sharia screening antar indeks saham pada setiap Negara memiliki kriteria yang berbeda antara satu dengan lainnya. Hal ini menunjukkan bahwa belum ada pemahaman yang universal atau diterima secara umum mengenai sharia screening menjadi sistem pedoman investasi. Ulrich Derigs and Shehab Marzban (2008) melakukan analisis comparative dalam mengidentifikasi dampak penggunaan sharia screening. Hasil penelitian menunjukkan bahwa peran ulama, fund manager dan investor muslim masih belum ditemukan hubungan yang sinergi untuk memberikan kontribusi dalam pengayaan kredibilitas dan konsistensi produk ekuitas Islam.

C. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif, yaitu penelitian yang memusatkan perhatiannya pada prinsip-prinsip umum yang mendasari perwujudan dari satuan-satuan gejala yang ada dalam kehidupan manusia. Penelitian kualitatif menggunakan paradigm interpretavisme, bertujuan memahami fenomena sosial, fokus pada alasan tindakan sosial, mengacu pada moralitas dengan pola pikir rasionalitas (Burhan Bugin, 2001).

Penelitian ini dilakukan karena beberapa alasan. Pertama, alasan intelektual (*intellectual research*) yaitu semata-mata untuk pengembangan ilmu pengetahuan dalam bidang keuangan Islam. Kedua, alasan praktis,

perkembangan lembaga keuangan syariah sangat memerlukan konsep dan teori baru mengenai keuangan Islam. Diharapkan hasil penelitian ini dapat ditujukan untuk tujuan praktis untuk mencapai langkah atau tindakan yang lebih baik dari sebelumnya.

D. Pembahasan dan Analisis

1. Perkembangan Teori Capital Structure

Capital structure atau struktur modal merupakan proporsi atau perbandingan dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan, apakah dengan cara menggunakan utang, ekuitas, atau dengan menerbitkan saham (Brigham dan Gapenski : 2003). Menurut Keown, et.al. (2005), struktur modal adalah panduan atau kombinasi sumber dana jangka panjang yang digunakan oleh perusahaan.

Weston dan Copeland (2005) mengatakan bahwa struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham. Sedangkan menurut Bambang Riyanto (1992) memberikan gambaran tentang pengertian struktur modal bahwa struktur modal adalah pembelanjaan permanen dimana mencerminkan perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Apabila struktur financial tercermin pada keseluruhan passiva dalam neraca, maka struktur modal hanya tercermin pada hutang jangka panjang dan unsur-unsur modal sendiri, dimana kedua golongan tersebut merupakan dana permanen atau dana jangka panjang. Berdasarkan referensi tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa struktur modal adalah proporsi dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan, dimana dana yang diperoleh menggunakan kombinasi atau panduan sumber yang berasal dari dana jangka panjang yang terdiri dari dua sumber utama, yakni yang berasal dari dalam dan luar perusahaan.

Pembahasan awal mengenai *capital structure* setidaknya terdapat empat teori besar. Teori tersebut adalah Modigliani-Miller Theory, Trade-off Theory, Pecking Order Theory and Signalling Effect Theory. Keempat teori tersebut memperdebatkan hubungan antara *capital structure* dengan nilai perusahaan. Pandangan pertama yaitu teori Modigliani-Miller dan *Trade-off Theory* memiliki kesimpulan yaitu semakin tinggi utang maka semakin tinggi nilai perusahaan. (Franco Modigliani, 2014). Hal ini bertentangan dengan pandangan kedua yaitu *Pecking Order Theory* dan *Signaling effect theory*

yang berkesimpulan bahwa semakin rendah utang maka akan semakin tinggi nilai perusahaan (Paulo Stanley, 2010).

Tinjauan sisi metodologi, konsep Modigliani-Miller menggunakan pendekatan *present value* yang melihat langsung hubungan antara utang dengan nilai perusahaan. Konsep *Trade-off Theory* menggunakan pendekatan rasio *Trade-off*. Di mana setiap penambahan utang selalu diikuti *return and risk*. Maka diasumsikan ada titik optimal, di mana *resultant* penambahan *return* dan *risk* adalah nol. *Pecking Order Theory* menggunakan pendekatan asimetris informasi antara pemegang saham dengan manajer perusahaan. *Signaling effect* menggunakan pendekatan manajemen reputasi. Teori ini menyatakan salah satu cara mengirim sinyal positif kepada publik adalah dengan cara berutang. Berutang berarti perusahaan membuka dirinya dilihat oleh para investor. Perusahaan yang mendapatkan utang berarti mendapatkan kepercayaan dari investor.

Keputusan struktur modal dalam perusahaan merupakan hal yang penting dalam pengambilan keputusan keuangan. Pentingnya struktur modal ini karena adanya pilihan kebutuhan antara memaksimalkan *return* (meminimalkan biaya modal) dengan kemampuan perusahaan dalam menghadapi lingkungan bisnis yang kompetitif. Struktur modal perusahaan adalah kombinasi dari saham-saham yang berbeda (saham biasa dan preferen) atau bauran seluruh sumber pendanaan jangka panjang yang digunakan perusahaan. Menurut Asad et.al (2011) teori struktur modal menjelaskan bahwa kebijakan keuangan dalam menentukan struktur modal perusahaan adalah campuran (*mix*) antara utang dan ekuitas yang ditujukan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan. Struktur modal yang optimal adalah salah satu hal yang dapat memaksimalkan nilai pasar saham perusahaan yang beredar (Weston dan Brigham, 1992). (Kodrat, 2009)

Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa keputusan struktur modal secara langsung juga berpengaruh terhadap besarnya risiko yang ditanggung pemegang saham serta besarnya tingkat keuntungan yang diharapkan. Keputusan struktur modal yang diambil oleh manager tersebut tidak saja berpengaruh terhadap profitabilitas, tetapi juga berpengaruh terhadap risiko keuangan yang dihadapi perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas, tampak bahwa keputusan struktur modal merupakan keputusan yang sangat penting bagi kelangsungan hidup perusahaan.

Dalam menentukan struktur yang paling optimal, teori tersebut telah banyak dikembangkan oleh para pakar dengan menganalisa komposisi utang dan modal. Teori struktur modal yang dikenal pertama kali ialah yang dicetuskan oleh Franco Modigliani dan Merton Miller (disebut teori MM). Menurut mereka, dalam struktur modal yang menggunakan dana dari utang tidak mempunyai pengaruh apapun terhadap nilai perusahaan. Namun bila mulai dipertimbangkan faktor pajak, penggunaan utang akan selalu lebih menguntungkan dan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Modigliani Miller juga menjelaskan bahwa pembiayaan modal perusahaan yang berasal dari luar perusahaan, baik berupa penerbitan obligasi ataupun pinjaman jangka panjang mempunyai biaya yang relatif lebih kecil dibandingkan biaya modal sendiri. Hal tersebut disebabkan karena pertama, penghasilan yang diterima oleh pemilik modal sendiri bersifat lebih tidak pasti dibandingkan dengan pemberian kredit. Kedua, karena dalam peristiwa likuidasi pemilik modal sendiri akan menerima bagian paling akhir setelah kredit-kredit dilunasi. Selain itu dilihat dari segi pajak penggunaan utang (jangka panjang), biaya bunga dapat digunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak (*tax deductibility of interest payment*). Menghemat pajak merupakan manfaat bagi pemilik perusahaan. Namun yang terpenting dalam keputusan perusahaan menentukan proporsi sumber pembiayaannya haruslah memperhatikan risiko.

Teori yang dikenal dengan Trade off model, mengatakan bahwa bila perusahaan menggunakan leverage maka perusahaan akan memperoleh keuntungan berupa penghematan pajak (*tax shield*). Namun disisi lain harus pula diperhitungkan biaya yang ditimbulkan dari penggunaan leverage tersebut, seperti biaya kebangkrutan dan biaya keagenan (Keown, et.al. 2005).

Dalam teori *asymetris information* diterangkan bahwa dalam pasar selalu ditemukan informasi yang tidak sama bagi pihak-pihak yang berbeda, sehingga dapat dikatakan informasi yang didapat tidak sempurna. Penambahan utang baru, misalnya memberikan informasi bahwa perusahaan dapat dipercaya oleh pihak peminjam, sedangkan penerbitan saham baru dapat dianggap bahwa perusahaan sedang dalam kesulitan dalam hal pendanaannya. Beberapa pengujian membuktikan bahwa harga saham berpengaruh positif terhadap penambahan utang dan berpengaruh negatif terhadap penerbitan saham baru.

Teori Klasik Struktur Modal.

1. Modigliani and Miller's Theory (1958 dan 1963)

Menurut Brigham dan Houston (2009), dan Ross, et.al (2013) teori struktur modal modern dimulai pada tahun 1958 ketika Profesor Franco Modigliani dan Merton Miller (disebut teori MM) menerbitkan sebuah artikel keuangan yang sangat dikenal dengan judul "*The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*" (1958). Pada teori yang disampaikan dalam artikel ini MM berpendapat bahwa struktur modal tidak relevan atau tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan kata lain MM menunjukkan melalui teorinya ini bahwa bagaimana cara perusahaan mendanai operasinya tidak ada pengaruh terhadap nilai perusahaan. Adapun asumsi yang diajukan MM untuk mendukung teori tersebut diantaranya: a. Tidak ada biaya pialang, b. Tidak ada pajak, c. Tidak ada biaya kebangkrutan, d. Investor dapat meminjam dengan tingkat yang sama seperti perusahaan, e. Seluruh investor memiliki informasi yang sama seperti manajemen tentang peluang investasi perusahaan di masa depan, dan d. *Earning Before Interest and Taxes* (EBIT) tidak dipengaruhi oleh penggunaan hutang.

Berdasarkan asumsi tersebut, MM mengajukan dua preposisi yang dikenal sebagai preposisi MM tanpa pajak (*The MM Propositions Without Taxes*)

Preposisi I: Nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh utang. Nilai perusahaan yang memiliki utang sama dengan nilai perusahaan yang tidak memiliki utang. Implikasi dari preposisi satu ini adalah struktur modal suatu perusahaan tidak relevan, perubahan struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan dan *weighted average cost of capital* (WACC) perusahaan akan tetap sama karena tidak dipengaruhi oleh bagaimana perusahaan menggunakan utang dan modal dalam membiayai perusahaan.

Modigliani-Miller Proposition I : (tanpa pajak)

- a. Nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh Leverage
- b. $V_L = V_U$

Di mana :

V_L adalah value leverage firm (nilai perusahaan yang struktur modalnya menggunakan hutang)

V_U adalah value leverage firm (nilai perusahaan yang struktur modalnya tidak menggunakan hutang)

Preposisi II: Utang meningkatkan tingkat resiko dan *return* terhadap pemegang saham. Biaya modal saham akan meningkat apabila perusahaan melakukan atau mencari utang dari pihak luar. *Risk of the equity* bergantung pada resiko dari operasional perusahaan (*business risk*) dan tingkat utang perusahaan (*financial risk*).

Modigliani-Miller Proposition II : (tanpa pajak)

Leverage meningkatkan risiko dan return kepada pemegang saham

$$r_S = r_O + (B/S_1)(r_O - r_B)$$

Di mana :

r_B = adalah tingkat bunga (cost of debt)

r_S = adalah return on (levered) equity (cost of equity)

r_O = adalah return on unlevered equity (cost of capital)

B = adalah nilai hutang

S_1 = adalah nilai dari ekuitas dengan leverage

Myers (2011) dan Ross (2013) menyimpulkan bahwa teori MM tanpa pajak ini tidak membedakan antara perusahaan berutang atau pemegang saham berutang pada saat kondisi tanpa pajak dan pasar yang sempurna. Nilai perusahaan tidak bergantung pada struktur modalnya. Dengan kata lain, manajer keuangan tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan merubah proporsi *debt* dan *equity* yang digunakan untuk membiayai perusahaan.

Kenyataannya beberapa asumsi yang diajukan MM diatas tidak realistis, namun hasil dari teori MM yang menunjukkan struktur modal tidak relevan dengan nilai perusahaan memberikan arti yang sangat penting sebagai awal penelitian struktur modal modern dan penelitian berikutnya. Melalui teori ini juga MM memberikan petunjuk mengenai kondisi apa saja yang dibutuhkan agar membuat struktur modal dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Teori MM tahun 1958 ini menerima banyak kritikan keras sehingga pada tahun 1963, MM menerbitkan kembali sebuah artikel berjudul "*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction*" yang merupakan lanjutan dari teori MM tahun 1958. Pada artikel ini MM mengkoreksi pernyataan yang pernah diungkapkan pada artikel tahun 1958. Saat itu MM mengatakan :

"the market values of the firm in each class must be proportional in equilibrium to their expected returns net of

taxes (that is, to the sum of the interest paid and expected net stockholder income)” (Modigliani and Miller, 1958)

Atas pernyataan tersebut MM mengoreksi dengan mengatakan:

“statement in italics, unfortunately, is wrong” (Modigliani and Miller, 1963)

Pada teori yang disampaikan ini MM memasukkan faktor pajak ke dalam teorinya (*The MM Propositions with Corporate Taxes*). Dalam teori MM dengan pajak ini terdapat dua preposisi yaitu:

Preposisi I: Nilai perusahaan yang memiliki utang sama dengan nilai perusahaan yang tidak memiliki utang ditambah dengan penghematan pajak karena bunga utang. Implikasi dari preposisi I ini adalah pembiayaan dengan utang sangat menguntungkan dan bahkan MM menyatakan bahwa struktur modal perusahaan optimal apabila seratus persen utang.

Modigliani-Miller Proposition I : (dengan pajak)

Nilai perusahaan meningkat dengan adanya leverage. MM I dengan pajak diformulasikan sebagai berikut :

$$VL = VU + T_C B$$

Di mana

T_C adalah corporate tax

B adalah borrowing

Preposisi II: Tingkat resiko dan *return* ekuitas akan meningkat dengan semakin meningkatnya utang, tetapi penghematan pajak akan lebih besar dibandingkan dengan penurunan nilai karena kenaikan biaya modal saham. Implikasi dari preposisi II adalah penggunaan utang yang semakin banyak akan meningkatkan biaya modal saham. Menggunakan utang yang lebih banyak, berarti menggunakan modal dengan biaya lebih murah karena biaya modal utang lebih kecil dibandingkan dengan biaya modal saham, sehingga akan menurunkan biaya modal rata-rata tertimbangnya (meski biaya modal saham meningkat). Teori MM tersebut sangat kontroversial karena menyarankan perusahaan sebaiknya menggunakan utang sebanyak-banyaknya.

Modigliani-Miller Proposition Proposition II: (tanpa pajak)

Beberapa peningkatan pada risiko ekuitas dan return dihilangkan dengan adanya *interest tax shield*. MM II dengan pajak diformulasikan sebagai berikut:

$$r_S = r_O + \frac{B}{S} \times (1 - T_C) \times (r_O - r_B)$$

Di mana :

B adalah nilai pasar bond

S adalah nilai pasar stock

T_c adalah corporate tax

r_B adalah tingkat bunga (cost of debt)

r_S adalah return on levered equity (cost of equity)

r_O adalah return on unlevered equity (cost of capital)

Modigliani dan Miller (1963) melanjutkan hasil penelitiannya dengan mengubah asumsi tidak adanya pajak menjadi adanya pajak terhadap penghasilan perusahaan sebagai penentu struktur modal perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa penggunaan utang (leverage) akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga utang adalah mengurangi pembayaran pajak (*tax deductible expense*). (Abor, 2007).

2. Trade-off Theory

Myers (2011) mengatakan “*Financial managers often think of the firm’s debt–equity decision as a trade-off between interest tax shields and the costs of financial distress.*” Brigham and Houston (2009) mengatakan “*This theory states that firms trade off the tax benefits of debt financing against problems caused by potential bankruptcy.*” Perusahaan akan berutang sampai pada tingkat utang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan utang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Biaya kesulitan keuangan adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) dan biaya keagenan (*agency costs*) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan.

Trade-off theory dalam menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa factor, antara lain, pajak, biaya keagenan (*agency costs*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) tetapi tetap

mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan *symmetric information* sebagai imbalan dan manfaat penggunaan utang. Tingkat utang yang optimal tercapai ketika penghematan pajak (*tax shields*) mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan (*costs of financial distress*), sehingga menyebabkan makin banyak laba operasi yang mengalir kepada para investor yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan.

Argumen-argumen terdahulu mengarah pada perkembangan yang disebut dengan “ *trade-off theory* dari leverage”, di mana perusahaan menyeimbangkan manfaat dari pendanaan dengan utang, (perlakuan pajak perseroan yang menguntungkan) dengan suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi. (Brigham, 2001).

Teori ini menganggap bahwa penggunaan utang 100 persen sulit dijumpai. Kenyataannya semakin banyak utang, maka semakin tinggi beban yang harus ditanggung. Satu hal yang penting bahwa dengan meningkatnya utang, maka semakin tinggi probabilitas kebangkrutan. Beban yang harus ditanggung saat menggunakan utang yang lebih besar adalah biaya kebangkrutan, biaya keagenan, beban bunga yang semakin besar dan sebagainya.

Trade off theory juga menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal berada di bawah titik optimal maka setiap penambahan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, sebaliknya, jika posisi struktur modal berada di atas titik optimal maka setiap penambahan utang akan menurunkan nilai perusahaan. Apabila asumsi titik target struktur modal optimal belum tercapai, maka berdasarkan *trade off theory* memprediksi adanya hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan. (Hamidy, 2014).

3. Pecking Order Theory

Hadirnya model Modigliani-Miller pada kajian struktur modal, seperti membuka mata para manajer keuangan dan para akademisi bahwa model MM mengandung beberapa perdebatan. Paulo (2010) menyatakan dalam penelitiannya tentang model MM, didapatkan hasil bahwa teori tersebut tidak tahan terhadap uji empiris. Senada dengan Paulo and Jacobs (2006) bahkan dalam penelitiannya dengan jelas menyatakan teori struktur modal MM sama sekali tidak benar. Marco Pagano (2005) mengatakan bahwa teori Modigliani-Miller tidak dapat membentuk *model equilibrium* pada struktur modal perusahaan.

Atas perdebatan tersebut diatas teori struktur modal dikembangkan lebih lanjut oleh Stewart C Myers dengan didasarkan oleh model perilaku manajemen. Salah satu teori tersebut adalah *Pecking Order Theory*.

Struktur modal adalah komposisi antara modal dengan utang jangka panjang perusahaan. Modal memiliki *opportunity cost*, utang memiliki *cost of debt*. Tentunya perusahaan akan mencari biaya yang paling rendah di antara dua pilihan tersebut. (Michael James Barry, 1997)

Secara teori penggunaan pendanaan ekuitas internal (menggunakan laba ditahan) lebih diutamakan daripada pendanaan ekuitas eksternal (penerbitan saham baru). Hal ini disebabkan penggunaan dana internal jauh lebih murah daripada dana eksternal. Penggunaan dana internal tidak perlu menerbitkan prospektus atau informasi internal tentang keuangan perusahaan sebagai alat komunikasi dengan para calon investor. Hal inilah yang menjadi perhatian oleh Stewart C Meyers pada tahun 1984, sehingga beliau menulis pada *Journal of Finance* dengan judul *The Capital Structure Puzzle* (Stewart C Myers, 1983). Meyers mengatakan bahwa ada prioritas urutan (*pecking order*) bagi perusahaan menekan biaya modal.

Myers dan kawan-kawan pada tahun yang sama (1984) mengenalkan *Pecking Order Theory* yang menyatakan bahwa “tingkat profitabilitas yang tinggi pada perusahaan, justru menyebabkan rendahnya tingkat utang mereka. Hal ini menyebabkan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang cukup.” Sumber daya internal ini dapat dijadikan *return earning* (laba ditahan) pada perusahaan, dan ini merupakan sumber dana yang paling murah. Dengan kata lain *Pecking Order Theory* mengatakan bahwa semakin rendah utang perusahaan maka akan semakin tinggi nilai perusahaan.

Michele Jensen (1986) sebagai tokoh besar dalam kajian *agency theory* mengatakan kebijakan utang perusahaan adalah cara untuk mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dengan para manajer. Pada kajian lebih dalam diketahui bahwa variabel rasio keuangan pada perusahaan yang termasuk kepemilikan manajerial memiliki keserupaan dengan variabel rasio *keuangan sharia screening*. Variabel tersebut adalah rasio utang, rasio pendapatan halal dan rasio likuiditas.

Teori ini menyatakan bahwa: (a) Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan), (b) Apabila pendanaan dari luar (eksternal financing) diperlukan, maka

perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan. Sesuai dengan teori ini, tidak ada suatu target *debt to equity ratio*, karena ada dua jenis modal sendiri, yaitu internal dan eksternal. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan lebih disukai daripada modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan. (Abor,2007)

Menurut Myers (1996) perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal, yaitu dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi. Urutan penggunaan sumber pendanaan dengan mengacu pada *pecking order theory* adalah *internal fund* (dana internal), *debt* (utang), dan *equity* (modal sendiri). Urutan preferensi seperti ini menggambarkan *relative cost* pada berbagai pilihan pendanaan (Kodrat, 2009).

Pecking order hypothesis mengindikasikan bahwa perusahaan akan menjual *equity* pada saat pasar sedang *overvalue* (Myers, 1984 dan Chittenden *et al.*, 1996). Hal ini didasarkan pada asumsi bahwa manajer akan melakukan tindakan yang menguntungkan bagi pemegang saham. Sebagai konsekuensi, mereka akan menolak menerbitkan saham *undervalue* walaupun terjadi *transfer* nilai dari pemegang saham lama ke pemegang saham baru.

Berdasarkan *pecking order hypothesis*, perusahaan akan *profitable* dan menghasilkan pendapatan yang lebih tinggi dengan menggunakan sedikit *debt capital*. Beberapa peneliti telah menguji pengaruh profitabilitas terhadap *firm leverage*. Friend dan Lang(1988) dan Kester(1986) menemukan hubungan negatif yang signifikan antara profitabilitas dengan rasio utang/modal. Rajan dan Zingales(1995) dan Wald(1999) menghasilkan korelasi negatif yang signifikan antara profitabilitas dengan *leverage*. (Kodrat, 2009)

4. Signalling Effect Theory

Dalam model *Pecking Order Theory* perusahaan yang memiliki tingkat kesehatan yang baik disarankan menggunakan dana internal untuk menghindari *cost of capital* yang mahal. Namun demikian perusahaan yang hanya menggunakan dana internal saja tidak dapat memberikan sinyal ke publik bahwa ia adalah perusahaan yang berkualitas.(Anto Migle, 2010). Publik perlu tahu bahwa ia adalah perusahaan berkualitas, sebab persepsi publik ini yang positif inilah yang akan menaikkan kepercayaan kepada

investor, sehingga bermuara kepada naiknya nilai perusahaan. (Ross, et.al, 2008).

Berangkat dari penjelasan diatas, Myers dan Majluf (1984) mengeluarkan sebuah hipotesis bahwa utang dapat menjadi sebuah sinyal bahwa perusahaan tersebut kredibel dan menemukan sumber potensi kekayaan yang baru. Hipotesis ini disebut *Signaling Theory*. Bukti empiris dari teori *Signaling effect* adalah penelitian Noe (1988), Noe dan Rebello (1996) serta Frieman dan Kim (1998) yang mendapatkan bahwa pasar bereaksi negatif pada suatu perusahaan jika nilai *leverage*-nya menurun, dan reaksi positif terjadi di pasar jika nilai *leverage* suatu perusahaan meningkat.

Dengan melihat keempat konsep struktur modal ini, maka dapat dikatakan bahwa pengaruh struktur modal terhadap optimasi nilai perusahaan mengalami kebuntuan, karena dua hal. Pertama, permasalahan yang terdapat dalam pandangan pertama (*Modigliani-Miller* dan *Trade-off Theory*) tersebut ternyata menunjukkan bahwa nilai perusahaan sangat dominan dipengaruhi oleh kondisi internal dari struktur modal perusahaan. Selanjutnya pandangan kedua (*Pecking Order Theory* dan *Signaling effect*) lebih menekankan bahwa korelasi dan sensitivitas nilai perusahaan sangat dipengaruhi faktor luar. Nilai perusahaan dianggap respon dan kepercayaan para investor terhadap prospek dari peluang bisnis perusahaan.

Isyarat atau signal menurut (Brigham dan Houston, 2001) adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan utang yang melebihi target struktur modal yang normal. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (*signal*) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun, karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah. (Brigham, 2001)

Teori ini didasarkan pada asumsi bahwa manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi perusahaan yang sama. Ada informasi

tertentu yang hanya diketahui oleh manajer, sedangkan pemegang saham tidak tahu informasi tersebut sehingga terdapat informasi yang tidak simetri (*asymmetric information*) antara manajer dan pemegang saham. Akibatnya, ketika struktur modal perusahaan mengalami perubahan, hal itu dapat membawa informasi kepada pemegang saham yang akan mengakibatkan nilai perusahaan berubah. Dengan kata lain, perilaku manajer dalam hal menentukan struktur modal, dapat dianggap sebagai sinyal oleh pihak luar (Hanafi, 2004).

2. Explorasi Kaitan Capital Structure dengan Islam Finance

Prinsip – prinsip dan petunjuk fundamental Al-Qur'an yang dapat dibangun dalam tataran muamalah, khususnya dalam pembiayaan dan investasi keuangan, antara lain : (a) Pembiayaan atau investasi hanya dapat dilakukan pada asset atau kegiatan usaha yang halal, spesifik , dan bermanfaat. (b) Uang merupakan alat bantu pertukaran nilai, dimana pemilik harta akan memperoleh bagi hasil dari kegiatan usaha tersebut, maka pembiayaan atau investasi harus pada mata uang yang sama dengan pembukuan kegiatan usaha. (c) Akad yang terjadi antara pemilik harta dengan emiten harus jelas. Tindakan maupun informasinya harus transparan dan tidak boleh menimbulkan keraguan yang dapat merugikan salah satu pihak, sebagaimana sabda Rasulullah SAW; “ tidak halal bagi seorang muslim menjual dari saudaranya suatu jual beli didalamnya ada aib, cacat, kecuali ia menjelaskannya”. (HR. Bukhari). (d) Baik pemilik harta maupun emiten tidak boleh mengambil resiko yang melebihi kemampuannya dan dapat menimbulkan kerugian. Dalam sebuah hadist shohih, Rasulullah SAW, bersabda: “sebaik-baik orang beriman adalah orang yang toleran dalam menjual, toleran dalam membeli, toleran dalam membayar dan toleran dalam mencari keadilan”. (e) Penekanan pada mekanisme yang wajar dan prinsip kehati-hatian baik pada investor maupun emiten.

Permasalahan dari struktur modal adalah bagaimana agar perusahaan dengan cepat memadukan komposisi dana permanen yang digunakannya dengan mencari paduan dana yang dapat meminimumkan biaya modal perusahaan. dan dapat memaksimalkan harga saham. Hal inilah yang menjadi tujuan akhir dari struktur modal, yakni membuat komposisi sumber pembiayaan yang paling optimal.

Perusahaan dalam menentukan struktur modal harus membuat komposisi yang tepat dari paduan sumber dananya, sehingga diharapkan tingkat pengembalian investasinya dari sumber dana tersebut dapat mempengaruhi harga saham melalui return yang diperoleh meningkat. Selain itu, pengaturan komposisi ini dimaksudkan untuk menjaga kemungkinan timbulnya risiko. Dengan kata lain struktur modal yang optimal harus membawa keseimbangan antara risiko dan tingkat keuntungan.

Perbedaan mendasar Islamic capital structure dan capital structure konvensional, bukan hanya mengenai *interest rate* (bunga), namun banyak hal yang tidak sesuai dengan konsep Islam, misalnya *maysir*, *gharar* dan seterusnya, itu dilarang dalam Islam dan diharamkan dalam transaksi keuangan syariah. Perusahaan syariah dalam menjalankan usahanya tidak cukup bertujuan memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham saja, namun perlu usaha tersebut mendapat ridha Allah dan berdasarkan kepada Al-Qur'an dan Hadits. Kehadiran Islamic capital structure diharapkan dapat mewujudkan tujuan ekonomi Islam, yaitu pertama, kesejahteraan ekonomi dalam kerangka normal moral Islam (Al-Qur'an 2:60; 2:168; 5:87-88; dan 62:10), kedua, persaudaraan dan keadilan universal (Al-Qur'an 49:13 dan 7:158), ketiga distribusi pendapatan dan kekayaan yang merata (Al-Qur'an 6:165 ; 16:71 dan 43:32) dan keempat, kebebasan individu dalam konteks kemaslahatan sosial (Al-Qur'an 13:36 dan 31:32).

3. Analisis hubungan capital structure dengan proses syariah screening

3.1. Dinamika *Sharia Screening*

Saham syariah merupakan salah satu sektor yang mengalami pertumbuhan pada beberapa tahun terakhir ini. Salah satu elemen penting dalam saham syariah yang sampai saat ini masih memiliki banyak isu adalah *screening* saham syariah. Model *screening* di setiap negara memiliki dua kecenderungan yaitu; bagi negara dengan basis Muslim di mana terdapat banyak ahli syariah, maka mereka akan menggunakan model *screening* yang spesifik dan berlaku hanya di negara tersebut, sedangkan bagi negara yang mayoritas bukan Muslim, maka mereka akan cenderung menggunakan model *screening* yang telah digunakan secara global misalnya DJIM, FTSE, dan lain-lain (Ardiansyah, 2016).

Penelitian yang dilakukan oleh Guyot (2012), menggunakan Indeks saham Islamic Dow Jones, menemukan bahwa saham-saham syariah memiliki

sensitifitas yang lebih tinggi terhadap isu-isu geopolitik, seperti isu krisis *subprime mortgage* di USA. Namun demikian, hasil penelitian berbeda ditemukan oleh Derbel (2011), dimana dengan menggunakan VAR model, penelitian mereka menemukan bahwa model pasar saham syariah dapat mengurangi dampak krisis keuangan yang terjadi.

Ekuitas berbasis syariah pada hakikatnya adalah saham perusahaan yang memenuhi kriteria yurisprudensi Islam. Bursa Malaysia SI adalah indeks rata-rata tertimbang dan komponennya pada awalnya terdiri dari 276 perusahaan papan utama yang ditunjuk sebagai Syariah disetujui oleh Dewan Penasehat Syariah (SAC) dari Komisi Sekuritas Malaysia.(Sadeghi, 2008) per Maret 2017, jumlah emiten di pasar modal Malaysia mencapai 1.230 emiten. Angka ini jauh lebih tinggi dari jumlah emiten di pasar modal Indonesia yang baru mencapai 536 emiten. Di Bursa Malaysia, terdapat 899 saham-saham yang dikategorikan sesuai syariah atau 73% (Bursa Malaysia 2017) sedangkan di Indonesia hanya ada 331 saham ISSI atau sebesar 61%.

3.2. Proses Sharia Screening

Shuratic process (Iggi Ihksan, 2001) dilakukan dalam rangka penyusunan konsep keuangan Islami yang meliputi empat hal, yaitu pertama, kepemilikan atau harta benda. Ini terkait dengan dasar manajemen harta dan kewajiban zakat. Kedua, pelarangan riba (*prohibition of usury*). Hal ini membawa konsekuensi logis tentang penggunaan hutang (debt), penilaian kembali konsep time value of money and juga cost of capital. Ketiga, maysir/gambling dan gharar/risk. Keempat, kontrak komersial atau transaksi keuangan.

Pada saat ini di Indoneasi, apabila dicermati dinamika perkembangan daftar efek syariah yang terjadi tanpa harus menunggu kesempurnaan dari proses sharia screening. Pada awalnya lebih menekankan pada produk/distribusi/konsumsi yang halal, tidak mengandung maysir dan gharar, dan likuiditas perusahaan serta perusahaan tersebut harus memiliki laba positive sebelum masuk ke dalam efek syariah. Kemudian berkembang kepada screening rasio keuangan mengenai pembatasan utang dan pendapatan bunga perusahaan. Pada akhirnya peran sharia screening menjadi signifikan yang dibutuhkan untuk pengembangan pasar keuangan syariah dan juga sector real.

Lahirnya sharia screening di Indonesia pada awalnya sejak diterbitkan Reksadana Syariah oleh PT. Danareksa Investment Management pada tanggal

3 Juli 1997. Kemudian dilanjutkan dengan peluncuran Jakarta Islamic Index pada tanggal 3 Juli 2000 oleh Bursa Efek Indonesia. Selanjutnya pada tanggal 3 Maret 2003 terjadi MoU antara Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) dengan Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (MUI). Semenjak itu secara kelembagaan Bapepam – LK, perkembangan pasar modal syariah dimulai dengan pembentukan Tim Pengembangan Pasar Modal Syariah pada tahun 2003. Pada tahun 2004 pasar modal syariah masuk dalam struktur organisasi Bapepam-LK. Kejadian inilah yang menandai lahirnya pasar modal syariah di Indonesia dengan syariah-screeningnya.

Pada tahun 2003 untuk pertama kalinya dikeluarkan secara resmi oleh DSN MUI fatwa tentang pasar modal dan pedoman umum penerapan prinsip syariah di bidang pasar modal (Fatwa Nomor : 40/DSN-MUI/X/2003). Salah satu isi fatwa tersebut adalah emiten yang menerbitkan efek syariah, artinya perusahaan publik yang berhak mengeluarkan surat berharga syariah, sebab perusahaan publik tersebut sudah termasuk dalam kriteria perusahaan syariah.

Pada tanggal 24 April 2012, secara kelembagaan Bapepam LK menerbitkan paket peraturan yaitu akad yang digunakan dalam penerbitan efek syariah di pasar modal. Hal ini tertuang dalam keputusan ketua Bapepam-LK No.Kep-208/BL/2012. Dalam keputusan ini ditetapkan rasio keuangan efek syariah. Pertama, total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total asset tidak lebih 45 persen. Kedua, total pendapatan bunga dan pendapatan non halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (revenue) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10 persen.

3.3.Konsep Sharia Screening

Sharia Screening adalah memberikan jaminan tentang apakah suatu saham perusahaan telah sesuai syariah atau belum, saham harus diseleksi terlebih dahulu (Derigs dan Marzban, 2008). Metode seleksi saham-saham agar dapat dikategorikan syariah terdiri dari dua yaitu *screening* kualitatif dan kuantitatif (Bellalah, Rehman, and Masood 2013). Penyeleksian secara kualitatif dikategorikan ke-dalam lima kategori yaitu menurut keterlibatan bisnis perusahaan di dalam aktivitas: *riba* dan *gharar*, memproduksi produk non-halal, perjudian dan *game*, dan kegiatan imoral lain yang tidak diperbolehkan. *Screening* kuantitatif merupakan kriteria kuantitatif (struktur atau rasio keuangan) yang ditetapkan oleh para regulator atau institusi.

Kriteria ini dapat terdiri dari beberapa kategori yaitu: utang, tingkat likuiditas, bunga dan pendapatan yang tidak dapat diperbolehkan secara syariah.

Tidak ada institusi tertinggi yang bertanggung jawab menetapkan aturan yang dapat diikuti oleh seluruh umat Muslim di dunia, maka para ulama Islam terkemuka dan berpengalaman dalam bidang keuangan menginterpretasikan sumber hukum secara berbeda. Perbedaan ini menyebabkan proses penyeleksian (*screening*) saham sesuai syariah juga berbeda baik antar negara (regulator) atau antar institusi (misal antar manajer portofolio) (Firmansyah, 2017). Di Indonesia sendiri misalnya, untuk masuk kategori sebagai saham syariah maka sebuah saham harus memenuhi beberapa tahapan seleksi yaitu seleksi kualitatif berkaitan dengan pemenuhan terhadap prinsip syariah dan seleksi kuantitatif yaitu sebuah perusahaan yang menerbitkan saham harus memiliki rasio keuangan, yaitu *interest income and income from non-sharia compliant business activities/total revenue < 10%* dan *interest bearing debt/total equity < 82%* (Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 40/DSN-MUI/X/2003). Negara lain, misalnya Malaysia syariah *screening* harus melalui dua tahapan yaitu; tahap kuantitatif, dan tahap kualitatif (Derigs dan Marzban, 2008; 251).

Perbedaan model standar dalam *screening* saham syariah ini tentu menimbulkan beberapa persoalan. Isu syariah menjadi mengemuka mengingat perbedaan ini mencerminkan kerancuan dalam sistem keuangan syariah. Karena, jika sumber rujukannya sama, tentu akan lebih baik dan standard syariah juga sama. Selain itu, model *screening* yang berbeda juga memberikan indikasi bahwa kualitas dari suatu saham yang sesuai syariah juga berbeda, tergantung pada seberapa ketat/baik kriteria dan seleksi yang dilaksanakan. Kualitas ini dapat dilihat dari kinerja dari saham tersebut yang diukur dengan return yang di hasilkan, volatilitas, dan ketahanannya dalam menghadapi guncangan (*shock*) dalam suatu perekonomian. (Ardiansyah, 2016)

Ho (2015) meneliti metode screening saham yang beragam di beberapa negara. Dalam penelitiannya disarankan bahwa sebaiknya dibuat standar screening saham syariah yang dapat diterima di seluruh dunia sehingga akan menstimulasi investasi sesuai syariah. Standarisasi juga tidak membuat investor bingung karena di manapun mereka berinvestasi, maka metode seleksinya akan tetap sama (Ho 2015).

3.4. Perbandingan Kriteria Sharia Screening Pada ISSI, FTSE dan DJIM.

Berikut ini ditunjukkan dalam tabel 1 dan 2 mengenai perbandingan kriteria kualitatif dan kuantitatif pada ISSI (Indonesia), FTSE (Malaysia) dan DJIM (Amerika).

Tabel 1. Perbandingan Kriteria Kualitatif ISSI, FTSE dan DJIM.

Kriteria	ISSI (Indonesia)	FTSE (Malaysia)	DJIM (Amerika)
Dasar	Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah Dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas Di Pasar Reguler Bursa Efek	Peraturan yang ditetapkan oleh <i>Shariah Advisory Council</i> (SAC)	Peraturan yang ditetapkan oleh <i>Shariah Supervisory Board</i> (SSB) dari Dow Jones Islamic Market Indeks
Pembuat Aturan	DSN-MUI dan OJK	<i>Syariah Advisory Council</i> dari Security of Comission Malaysia	<i>Shariah Supervisory Board</i>
Transaksi dilarang	<i>Tadlis: Front Running & Misleading Information, Wash Sale, Pre-arrange trade, Pump and Dump, Hype and Dump, Creating fake demand/supply, Ikhtikar: Pooling Interest, Cornering, Ghisysy: Markin at the close, Alternate Trade, Insider Trading, Short Selling, Margin trading</i>		
Bidang usaha yang dilarang	1. Perjudian dan permainan yang tegolong judi. 2. Perdagangan yang dilarang (misal narkoba).	1. Bank konvensional 2. Asuransi konvensional 3. Perjudian	1. Jasa keuangan berbasis bunga (konvensional) 2. Usaha di bidang minuman keras

Kriteria	ISSI (Indonesia)	FTSE (Malaysia)	DJIM (Amerika)
	<ol style="list-style-type: none"> 3. Usaha keuangan konvensional/ribawi: perbankan dan asuransi konvensional 4. Jual beli risiko yang mengandung ketidakpastian (<i>gharar</i>) dan atau judi (<i>maisir</i>) 5. Usaha yang memproduksi, mendistribusi, serta memperdagangkan makanan dan minuman yang tergolong haram, dan 6. Usaha yang memproduksi, mendistribusi, serta menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat. 	<ol style="list-style-type: none"> 4. Minuman keras dan kegiatan yang berhubungan dengan minuman keras 5. Produsen makanan babi dan terkait babi 6. Makanan dan minuman tidak halal 7. Hiburan tidak sesuai Syariah 8. Pendapatan bunga dari rekening konvensional dan instrumen 9. Tembakau dan kegiatan terkait tembakau; dan 10. Kegiatan tidak syariah lain yang ditentukan oleh SAC. 	<p>dan produk turunannya</p> <ol style="list-style-type: none"> 3. Usaha di bidang alkohol 4. Industri hiburan 5. Tembakau 6. Senjata dan alat pertahanan

Apabila kita analisis lebih lanjut aturan kriteria kualitatif pada ketiga Negara (Indonesia, Malaysia dan Amerika) ditemukan bahwa prinsipnya ada kesamaan, misal mengenai bidang usaha yang dilarang, antara lain; jasa keuangan berbasis bunga (konvensional), usaha dibidang minuman keras dan turunannya, usaha di bidang alcohol, industri hiburan dan tembakau. Untuk Indonesia ditemukan aturan yang lebih ketat dan rinci uraiannya, seperti

transaksi yang dilarang, sedangkan Malaysia dan Amerika tidak dijelaskan secara spesifik.

Tabel 2. Perbandingan Kriteria Kuantitatif ISSI, FTSE dan DJIM.

Kriteria	ISSI (Indonesia)	FTSE (Malaysia)		DJIM (Amerika)
Utang (<i>Debt to Asset Ratio</i>)	Tidak lebih dari 45% ($\leq 45\%$)	Tidak lebih dari 33% ($\leq 33\%$)		Tidak lebih dari 33% ($\leq 33\%$)
Kontribusi Pendapatan Non-Halal	Tidak lebih dari 10%	<i>Revised Shariah Screening Methodology</i>	<i>Current Shariah Screening Methodology</i>	Tidak lebih dari 10%
		Maksimal 5% dari industri: 1. Bank konvensional 2. Asuransi konvensional 3. Perjudian 4. Minuman Keras dan kegiatan yang berhubungan dengan minuman keras 5. Produsen makanan babi dan terkait babi 6. Makanan dan minuman tidak halal 7. Hiburan tidak sesuai Syariah 8. Pendapatan bunga dari	Maksimal 5% dari industri: 1. Bank konvensional 2. Minuman keras 3. Produsen terkait babi Maksimal 10% dari industri: 4. Pendapatan Bunga dari rekening konvensional 5. Produsen Rokok Maksimal 20% dari industri: 6. Pendapatan sewa dari kegiatan non halal 7. Penerimaan dari perjudian	

Kriteria	ISSI (Indonesia)	FTSE (Malaysia)		DJIM (Amerika)
		rekening konvensional dan instrumen 9. Tembakau dan kegiatan terkait tembakau; dan 10. Kegiatan tidak syariah lain yang ditentukan oleh SAC Maksimal 20% dari industri: 11. Hotel dan resort 12. Perdagangan saham 13. Bisnis broker saham 14. Pendapatan Sewa dari kegiatan non halal 15. Kegiatan tidak syariah lain yang ditentukan oleh SAC	Maksimal 25% dari industri: 8. Hotel dan resort 9. Bisnis broker saham 10. Perdagangan saham	
Rasio Kas (Cash to Total Asset)	Tidak Ada	Tidak lebih dari 33% (ditempatkan di bank non-syariah)		Tidak lebih dari 33% (ditempatkan di bank non-syariah)

Kriteria	ISSI (Indonesia)	FTSE (Malaysia)	DJIM (Amerika)
Ketentuan piutang dagang		Piutang + kas < 50%	Piutang dagang: kapitalisasi pasar < 49%

Pada tabel 2. ditunjukkan perbedaan kuantitatif kriteria syariah pada ketiga Negara, yaitu Indonesia, Malaysia dan Amerika. Untuk kriteria kuantitatif terdapat perbedaan yang mendasar pada ketiga Negara tersebut, misalnya mengenai utang (debt to asset), di Indonesia DSN-MUI menetapkan debt to asset tidak boleh lebih dari 45 persen, sedangkan Negara Malaysia dan Amerika menetapkan debt to asset tidak boleh melebihi 33 persen.

Kriteria kuantitatif berikutnya mengenai kontribusi pendapatan non halal, Indonesia dengan Amerika memiliki kesamaan yaitu tidak boleh lebih dari 10 persen, sedangkan Malaysia menyatakan pendapatan non halal bergantung pada industrinya, ada maksimal 5 persen, 10 persen, 15 persen, 20 persen dan 25 persen. Berkaitan dengan rasio kas (cash to total asset) dan ketentuan piutang dagang di Indonesia tidak ada ketentuan, sedangkan Malaysia dan Amerika memiliki kesamaan untuk rasio kas yaitu, tidak lebih 33 persen (ditempatkan di bank non syariah). Ketentuan piutang dagang antara Malaysia dan Amerika ada sedikit perbedaan, yaitu piutang tambah kas kurang dari 50 persen untuk Malaysia, sedangkan piutang dagang perbandingan kapitalisasi pasar kurang dari 49 persen untuk ketentuan kriteria syariah di Amerika.

4. Kesimpulan

Berdasarkan analisis dan pembahasan penelitian, maka dapat diambil kesimpulan adalah sebagai berikut:

1. Perkembangan awal hingga saat ini mengenai *capital structure* setidaknya terdapat empat teori besar. Teori tersebut adalah Modigliani-Miller Theory, Trade-off Theory, Pecking Order Theory and Signalling Effect Theory. Keempat teori tersebut memperdebatkan hubungan antara *capital structure* dengan nilai perusahaan. Pandangan pertama yaitu teori Modigliani-Miller dan *Trade-off Theory* memiliki kesimpulan yaitu semakin tinggi utang maka semakin tinggi nilai perusahaan. (Franco Modigliani, 2014). Hal ini bertentangan dengan

pandangan kedua yaitu *Pecking Order Theory* dan *Signaling effect theory* yang berkesimpulan bahwa semakin rendah utang maka akan semakin tinggi nilai perusahaan (Paulo Stanley, 2010).

2. Penemuan penelitian menunjukkan bahwa sebuah batasan diperlukan untuk penggunaan utang di sebuah perusahaan yang beroperasi di bawah prinsip-prinsip Islam. Sebagai utang harus beragun asset, perusahaan yang beroperasi di bawah prinsip-prinsip Islam tidak dapat melebihi asset yang nyata (*real asset*).
3. Perbedaan model screening syariah tersebut dipengaruhi oleh beberapa faktor seperti perbedaan struktur masyarakat suatu negara, adanya perbedaan industri keuangan yang ada pada negara tersebut, dan adanya perbedaan madzhab yang dianut oleh sebagian besar ulama pada suatu negara merupakan salah satu faktor fundamental dalam penentuan model screening syariah.

DAFTAR PUSTAKA

- Afza T and Mirza H, "Ownership Structure and Cash Flows as Determinants of Corporate Dividend Policy In Pakistan." *International Business Research*, 3 (3) (2010), 210-221.
- Al-Najjar, Basil and, "The Relationship Between Capital Structure And Ownership Structure: New Evidence From Jordanian Panel Data," *Managerial Finance*, 34, (2008), 919-933.
- Anton Miglo, "The Pecking Order, Trade-off, Signaling, and Market-Timing Theories of Capital Structure: A Review," *University of Bridgeport, School of Business, Bridgeport* (March 2010).
- Arvin Ghosh, and Francis Cai, "Optimal Capital Structure Vs. Pecking Order Theory: A Further Test." *Journal of Business & Economics Research*, Volume 2, Number 8 (2004).
- Bambang Riyanto. *Pembelanjaan keuangan Perusahaan*. BPFE UGM. 1992.
- Brigham dan Gapenski. *Financial Management*. Printice- Hall. 2003.
- Burhan Bugin. *Metodelogi Penelitian Sosial*. Jakarta. 2001.
- Donald R Fraser, and Hao Zhang, and Derashid, Chek, "Capital Structure and Political Patronage: The Case of Malaysia," *Journal of Banking and Finance* (2005), 2-4

- Franco Modigliani and Merton H. Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *The American Economic Review* Vol. 53, No. 3 (Jun 1963), 433-443.
- Gujarati.Damodar N. *Basic Econometric*. The McGraw-Hill Company.Ed-6. 2015.
- Habib Ahmad. Issues Islamic Corporate Finance: Capital Structure in Firms. IRTI. 2007.
- Hadi Kuncoro. *Pengaruh Kebijakan Sharia Screening Terhadap Nilai Perusahaan*. Disertasi Unpublish. UIN Jakarta. 2017.
- Sharlene Nagy Hesse-Biber, *Mixed Methods Research: Merging Theory with Practice* (New York: Guilford Press, ©2010), 71-71.
- Jonathan Sarwono, *Mixed Method* (Jakarta: Elex Media Komputindo, 2011), 42-42
- MV Levati, Jianying Qiu, and Prashanth Mahagaonkar, "Testing the Modigliani-Miller Theorem Directly in the Lab," *Experimental Economics* 15, no. 4 (12, 2012), 693-716.
- Nur Azura Sanusi, Suhail Kusairi, Abrapuspa Ghani Talattov and Abu Hasan Shaari. Islamic Capital Structure Model. An Interim Analysis. *Proceeding*. Perkem ke -9. 2014
- Rodoni Ahmad. Investasi Syariah. Lemlit UIN Jakarta. 2009.
- Rodoni Ahamd and Ali Herni. *Manajemen Keuangan Modern*. PT. Mitra Wacana Kencana. Jakarta, 2012.
- Ross, Westerfield, Jordan, *Corporate Finance Fundamentals*, 10th edition, (Mc Graw Hill, 2014).
- Sudin Haron, *Islamic Banking: Rules and Regulations*, Malaysia: Pelanduk Publications, 1997, 4.
- Syafiq M Hanafi, "Perbandingan Kriteria Syariah Pada Indeks Saham Syariah Indonesia, Malaysia, dan Dow Jones," *Jurnal Ilmu Syariah dan Hukum*, Vol.45 No.2. Juli - Desember 2011.
- Stewart C Myers and Majluf, Nicholas S, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have," *NBER Working Paper* No. 1396 (July 1984).
- Nikolaos Eriotis, Dimitrios Vasiliou, Zoe Ventoura-Neokosmidi, "How firm characteristics affect capital structure: an empirical study," *Managerial Finance* 33, no.5 (2007): 321 – 331.

Muhammad Agus Salim dan Ahmad Rodoni

Wahyu Ario Pratomo and Abdul Ghafar Ismail, "Islamic Bank Performance and Capital Structure," *Munich Personal RePEc Archive* (2006).
Weston dan Copeland. *Fundamental of Financial Management*. McGraw-Hill. (2005).