

**PENGARUH *ISLAMIC FINANCIAL DESIGN* TERHADAP STRUKTUR
MODAL PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN YANG MENGGUNAKAN
PENDANAAN *MUDHARABAH* DI BURSA EFEK JAKARTA**

SKRIPSI

DIAJUKAN UNTUK MEMENUHI SEBAGIAN PERSYARATAN
DALAM MEMPEROLEH GELAR SARJANA EKONOMI
JURUSAN MANAJEMEN

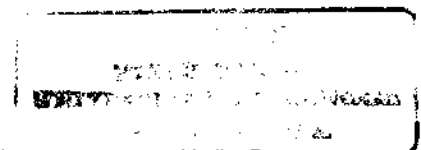
R. 175

R. 175



**DIAJUKAN OLEH
YUDHA RASTANURA
No. Pokok : 040217512**

**KEPADA
FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA
2006**



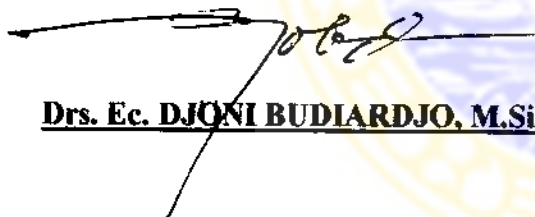
SKRIPSI

**PENGARUH *ISLAMIC FINANCIAL DESIGN* TERHADAP STRUKTUR MODAL
PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN YANG MENGGUNAKAN PENDANAAN
MUDHARABAH DI BURSA EFEK JAKARTA**

**DIAJUKAN OLEH :
YUDHA RASTANURA
NO. Pokok : 040217512**

TELAH DISETUJUI DAN DITERIMA DENGAN BAIK OLEH :

DOSEN PEMBIMBING,



Drs. Ec. DJONI BUDIARDJO, M.Si.

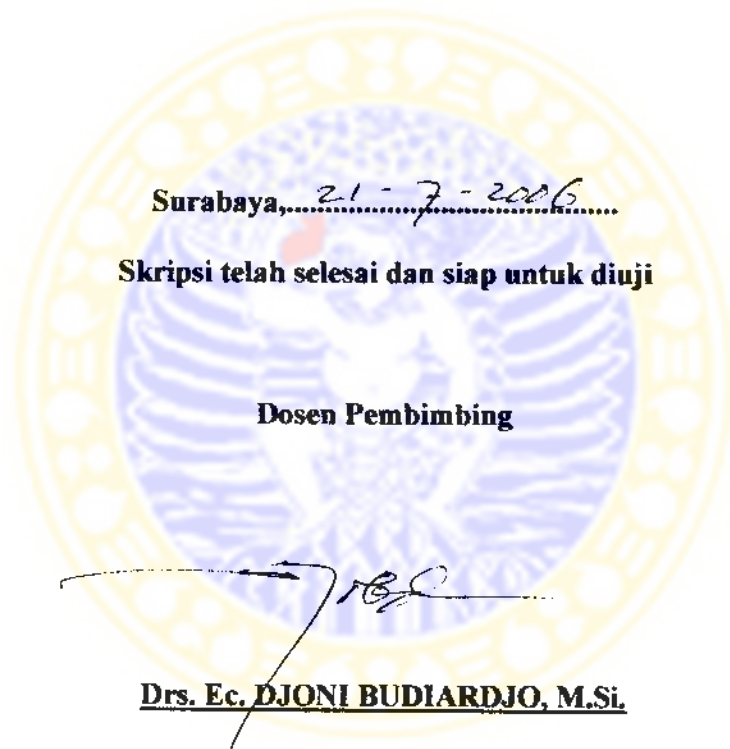
TANGGAL 10-10-2016

KETUA PROGRAM STUDI,



Prof. Dr. H. AMIRUDDIN UMAR, SE

TANGGAL



KATA PENGANTAR

Alhamdulillah rabbil'alamin, akhirnya penulis dapat menyelesaikan skripsi ini. Penulis juga menyampaikan ucapan "*Jazzakumullah Khoiron Katsiron*" kepada :

1. Bapak Drs. Ec. H. Karyadi Mintaroem, MS
2. Bapak Prof. Dr. H. Amiruddin Umar, SE.
3. Bapak Drs. Ec. Djoni Budiardjo, M.Si.
4. Kedua orang tuaku dan "Pak Pam" yang selama ini memberikan dorongan moral dan materi selama penulis menjalani kuliah.
5. Seluruh teman-teman Manajemen 2002
6. Pada *Gank Ijo* : Inul, Ardian, Idas, Garza, David, Siswo, Dedi, Bagus & Anton (suwun diperlancar mbayar SPP) dan Ndog.
7. Mas Felli, Eva Maria, Nina Ratnasari dan teman-teman Manajemen 2003, terutama pada Rahmat, Danang, Hendro, Lies, Aji, Dani dan karisma.
8. Teman-teman IESP, terutama pada Mas Rifai, Mas Rumaya, Mas Erwin, Mas Sholeh, Mas Tomi, Ayu, Mbah Die, Komaidi, Aves, Anggi dan Mahmud.
9. Teman-teman Akuntansi, Anang Najib, Danang, Yudha, Sigit, Kristian, Mauludi, Lilis dan Aristia
10. Semua pihak yang tidak dapat disebut satu persatu yang telah membantu penulis.

Akhirnya penulis hanya dapat berharap semoga yang telah penulis uraikan dalam skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak.

Surabaya, Oktober 2006

Penulis

ABSTRAKSI

Bermunculnya fenomena berbagai produk keuangan dengan prinsip syariah di Indonesia akan membawa sebuah model teori baru kedalam dunia struktur modal. Perlakuan akan cukup signifikan berbeda terjadi bila perusahaan menggunakan pendanaan berbasis syariah seperti *profit loss sharing* atau sistem bagi hasil. Pada saat perusahaan dalam kondisi terpuruk, pendanaan berbasis *profit loss sharing* cukup menguntungkan bagi perusahaan. Ketika perusahaan mengalami penurunan *net income* maka bagi hasil yang dikenakan pada perusahaan juga akan mengecil. Namun bila perusahaan dalam kondisi “*booming*” maka bagi hasil yang dikenakan juga meningkat bahkan dapat melebihi tingkat bunga konvensional.

Penelitian ini berusaha untuk mengungkapkan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada suatu perusahaan. Faktor-faktor tradisional (*financial design*) menggunakan observasi pada *non-debt tax shield*, *profitability*, *bankruptcy cost*, *firm size*, dan *firm age*. Namun dengan memperkenalkan faktor *profit loss sharing* kedalam struktur modal, *financial design* dapat ditransformasikan menjadi *Islamic financial design*.

Variabel bebas yang digunakan adalah *non-debt tax shield*, *profitability*, *bankruptcy cost*, *firm size*, *firm age* dan *profit loss sharing*. Variabel tergantung adalah struktur modal. Alat statistik yang digunakan adalah regresi linier berganda dengan metode *Ordinary Least Squares*. Dengan mengestimasi 3 perusahaan yang menggunakan pendanaan *mudharabah* di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2004–2005 dengan periode triwulanan, didapatkan hasil bahwa variabel bebas secara simultan memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Secara parsial hasil yang didapatkan variabel *non-debt tax shield* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal sedangkan variabel *bankruptcy cost* dan *profit loss sharing* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal. Variabel *profitability* dan *firm age* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, sedangkan variabel *firm size* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal.

Kata kunci : struktur modal, *Islamic financial design* dan *profit loss sharing*

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR	i
ABSTRAKSI	ii
DAFTAR ISI	iii
DAFTAR TABEL	vi
DAFTAR GAMBAR	vii
DAFTAR LAMPIRAN	viii
BAB 1: PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Rumusan Masalah	4
1.3. Tujuan Penelitian	4
1.4. Manfaat Penelitian	5
1.5. Sistematika Skripsi	5
BAB 2: TINJAUAN PUSTAKA	
2.1. Landasan Teori	7
2.1.1. Pendanaan Sumber Jangka Panjang.....	7
2.1.1.1 <i>Islamic Financial Design</i>	7
2.1.2. Struktur Modal	12
2.1.3. <i>Non-Debt Tax Shield</i>	17

2.1.4. <i>Profitability</i>	19
2.1.5. <i>Bankruptcy Cost</i>	21
2.1.6. <i>Firm Size</i>	22
2.1.7. <i>Firm Age</i>	24
2.1.8. <i>Profit Loss Sharing</i>	26
2.2. Penelitian Sebelumnya	29
2.3. Hipotesis dan Model Analisis	30
2.3.1. Model Analisis	30
2.3.2. Hipotesis	31
2.4. Kerangka Pemikiran Skripsi	32

BAB III: METODE PENELITIAN

3.1. Pendekatan Penelitian	33
3.2. Identifikasi Variabel	33
3.3. Definisi Operasional Variabel	34
3.4. Jenis dan Sumber Data	36
3.5. Prosedur Penentuan Data.....	36
3.6. Prosedur Pengumpulan Data	33
3.7. Teknik Analisis	38

BAB IV: PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Perkembangan Obyek Penelitian.....	47
--	----

4.2. Deskripsi Hasil Penelitian	51
4.3. Analisis Model dan Pembuktian Hipotesis	54
4.3.1. Pengujian Penyimpangan Asumsi Regresi Klasik	56
4.3.1.1. Uji Normalitas	56
4.3.1.2. Uji Multikolinieritas.....	58
4.3.1.3. Uji Autokorelasi	58
4.3.1.4. Uji Heteroskedastisitas	59
4.4. Pembahasan	60
4.4.1. Pengaruh <i>Non-Debt Tax Shield</i> terhadap Struktur Modal.....	60
4.4.2. Pengaruh <i>Profitability</i> terhadap Struktur Modal	61
4.4.3. Pengaruh <i>Bankruptcy Cost</i> terhadap Struktur Modal	62
4.4.4. Pengaruh <i>Firm Size</i> terhadap Struktur Modal	64
4.4.5. Pengaruh <i>Firm Age</i> terhadap Struktur Modal	66
4.4.6. Pengaruh <i>Profit Loss Sharing</i> terhadap Struktur Modal	66
4.4.7. Jakarta Islamic Index (JII)..	68

BAB V: KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan	70
5.2. Saran	71

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1. Metode bagi Hasil.....	28
Tabel 4.1. Deskripsi Variabel Tahun 2004 – 2005	51
Tabel 4.2. Hasil Uji Pengaruh Variabel -Variabel <i>Islamic Financial Design</i> terhadap Struktur Modal.....	54
Tabel 4.3. Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Z.....	57
Tabel 4.4. Sampel Perusahaan yang Mempunyai Rasio TIE dibawah Rata-rata.....	63
Tabel 4.5. Sampel Perusahaan yang Mempunyai Tingkat Pendapatan dibawah Rata-rata	65

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Perusahaan dalam menjalankan kegiatannya tentu tidak terlepas dari masalah pendanaan. Masalah ini memegang peranan penting karena sebagai penyokong utama semua kegiatan operasional perusahaan. Kebijakan struktur modal yang tepat juga akan ikut menentukan nilai perusahaan. Hampir semua perusahaan mendambakan struktur modal yang optimal. Brigham dan Weston (1990: 150) mendefinisikan struktur modal yang optimal sebagai struktur modal yang dapat mengoptimalkan keseimbangan antara *risk* dan *return* yang akhirnya dapat memaksimalkan harga saham. Namun banyak dari perusahaan yang kesulitan untuk mengkomposisikan struktur modalnya untuk menjadi optimal.

Terjadinya krisis moneter pada akhir tahun 1997 merupakan keadaan yang cukup mengejutkan bagi banyak perusahaan. Kondisi perekonomian Indonesia yang kurang pasti, tingkat inflasi yang tinggi dan persaingan bisnis yang semakin ketat, maka setiap perusahaan yang ingin mempertahankan *performance*-nya harus mampu mengelola perusahaan dengan baik. Perusahaan juga dituntut untuk berhati-hati dalam pemilihan komposisi struktur modalnya. Perusahaan-perusahaan yang memiliki biaya kebangkrutan yang tinggi, harus merelakan perusahaannya untuk keluar dari dunia bisnis dikarenakan mereka sudah tidak kompetitif lagi. Kebanyakan dari mereka menggunakan hutang luar negeri dalam bentuk dollar untuk pembiayaan

operasionalnya, sehingga ketika tingkat bunga yang bertambah tinggi dan kurs dollar yang melambung membuat perusahaan tidak dapat mengembalikan hutang tersebut.

Bermunculnya fenomena berbagai produk keuangan dengan prinsip syariah di Indonesia akan membawa sebuah model teori baru kedalam dunia struktur modal. Perkembangan ekonomi syariah di Indonesia telah dimulai dengan berdirinya bank syariah pertama yaitu Bank Muamalat Indonesia pada tahun 1992 dan kemudian disusul oleh instrumen syariah lainnya seperti reksadana syariah, obligasi syariah dan index harga saham syariah. Produk-produk syariah tersebut menyediakan beberapa metode pendanaan untuk aktivitas investasi untuk perusahaan, salah satunya adalah dengan dasar *mudharabah*. Didalam praktek *mudharabah* ditemukan pada bentuk hutang bank jangka panjang dan obligasi syariah. *Mudharabah* merupakan suatu jenis kontrak hutang dengan sistem bebas bunga dan menggunakan sistem bagi hasil atau *profit loss sharing*. Kontrak hutang tersebut akan mendorong perusahaan dengan pihak kreditur untuk berbagi resiko. Dengan penggunaan *mudharabah* maka biaya kebangkrutan dari perusahaan akan cukup teratasi karena didalam keadaan yang terpuruk (*financial distress*) perlakuan dari sistem *mudharabah* akan mentolerir kondisi sebuah perusahaan dengan cara tidak memberatkan didalam pengembalian hutang perusahaan. Hal ini juga dilandasi dari pernyataan yang diungkapkan oleh Ghafar b. Ismail (2003) yang menyatakan bahwa, "*Firms with high bankruptcy costs will reduce their debt usage and profit loss sharing equity financing will be much effective*". Dengan kata lain perusahaan dengan biaya kebangkrutan yang tinggi akan dapat mengurangi manfaat hutang mereka dan sistem bagi hasil (*profit loss sharing*)

akan membantu pendanaan perusahaan didalam kondisi keuangan perusahaan yang terpuruk dengan cara berbagi resiko didalam kontrak *mudharabah*. Permasalahan muncul ketika *moral hazard* mendasari pelaporan keuangan atas pendapatan perusahaan. Didalam pendanaan kontrak *mudharabah* berbasis *profit loss sharing* hambatan yang terberat merupakan diterapkannya jaminan kejujuran. Kontrak *mudharabah* berbasis *profit loss sharing* berhubungan cukup erat dengan informasi asimetris antara *lender* dengan *borrower*. Perusahaan yang memiliki kinerja yang bagus, cenderung dapat mengelabui kreditur. Proses *screening* (penyeleksian) dan *monitoring* pada *borrower* merupakan hal yang mutlak dan harus diterapkan secara cermat didalam pendanaan berbasis *profit loss sharing*.

Ghafar b. Ismail (2003) menyatakan bahwa variabel-variabel *financial design* adalah variabel-variabel yang secara umum mempengaruhi struktur modal, dan variabelnya terdiri dari *non-debt tax shield*, *profitability*, *bankruptcy cost*, *firm size*, *firm age*. Bila perusahaan tersebut menggunakan pendanaan *mudharabah* yang berbasis *profit loss sharing*, maka diperlukan penambahan variabel baru yang dapat mempengaruhi kebijakan struktur modal. Variabel baru itu adalah variabel *profit loss sharing* (PLS) yang merupakan proporsi dari *earning before interest and taxes* dibagi dengan jumlah pendanaan hutang *mudharabah* perusahaan ditambah dengan *total equity*. Kumpulan-kumpulan dari variabel yang akan diteliti tersebut, dengan sendirinya akan membentuk suatu konsep *Islamic financial design* yang mempengaruhi struktur modal. Ghafar b. Ismail (2003) juga melakukan penelitian yang mendukung konsep *Islamic financial design* dengan judul "*Does the financial*

design affect the capital structure?”, penelitian tersebut dilakukan di Malaysia dengan periode waktu 1995-2000 pada 598 perusahaan yang *listing* di Syariah Board of Kuala Lumpur Stock Exchange. Hasil penelitian yang diperoleh adalah semua variabel-variabel dari *Islamic financial design* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hal ini menandakan bahwa perusahaan yang menggunakan pendanaan *mudharabah* berbasis *profit loss sharing*, perlu memperhatikan variabel-variabel khusus yang berpengaruh terhadap kebijakan struktur modal.

1.2. Rumusan Permasalahan

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan, maka permasalahan yang akan dikaji dalam penelitian ini adalah : apakah variabel-variabel *Islamic financial design* yang terdiri dari *non-debt tax shield*, *profitability*, *bankruptcy cost*, *firm size*, *firm age*, dan *profit loss sharing* mempunyai pengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan-perusahaan yang menggunakan pendanaan *mudharabah* di Bursa Efek Jakarta ?.

1.3. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan permasalahan diatas, maka tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh variabel-variabel *Islamic financial design* yang terdiri dari *non-debt tax shield*, *profitability*, *bankruptcy cost*, *firm size*, *firm age*, dan *profit loss sharing* terhadap struktur modal pada perusahaan-perusahaan yang menggunakan pendanaan *mudharabah* di Bursa Efek Jakarta.

1.4. Manfaat Penelitian

Adapun manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah :

- 1 Memberikan sumbangan pada khasanah ilmu pengetahuan, khususnya pada bidang manajemen keuangan dan ekonomi Islam.
- 2 Menambah pengetahuan mengenai pengaruh dari variabel-variabel *Islamic financial design* terhadap struktur modal.
- 3 Sebagai referensi dan tambahan informasi bagi penelitian-penelitian berikutnya yang berkaitan dengan penelitian ini.

1.5. Sistematika Skripsi

Bab 1 : PENDAHULUAN

Bab ini berisi latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika skripsi.

Bab 2 : TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini berisi landasan teori, penelitian sebelumnya, hipotesis dan model analisis serta kerangka pemikiran skripsi.

Bab 3 : METODE PENELITIAN

Bab ini berisi pendekatan penelitian, identifikasi variabel, definisi operasional variabel, jenis dan sumber data, prosedur pengumpulan data, dan teknik analisis.

Bab 4 : HASIL DAN PEMBAHASAN

Bab ini berisi gambaran umum subyek dan obyek penelitian, deskripsi hasil penelitian, analisis model atau pembuktian hipotesis, dan pembahasan.

Bab 5 : SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini berisi mengenai simpulan dan saran dari hasil pembahasan penelitian.



BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Pendanaan Sumber Dana Jangka Panjang

Menurut Van Horne dan Machowicz (2005: 2), ada tiga macam keputusan didalam fungsi keuangan, yaitu; keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan manajemen aset. Ketiga keputusan ini bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan yakni dengan cara meningkatkan kekayaan pemegang saham. Salah satu keputusan yang sangat berpengaruh dalam operasional perusahaan adalah keputusan pendanaan (*financing decided*). Keputusan pendanaan merupakan keputusan untuk memilih sumber dana dari berbagai alternatif yang tersedia sehingga diperoleh kombinasi sumber dana yang dipakai untuk membiayai perusahaan secara efisien. Ditinjau dari cara memperolehnya, Myers (1984) menyatakan bahwa perusahaan dapat meningkatkan pemenuhan pendanaan jangka panjang secara internal (*internal funding*) melalui laba ditahan atau pendanaan eksternal (*external funding*) yakni melalui hutang, saham preferen atau saham biasa.

2.1.1.1 Islamic Financial Design

Kita mengetahui bahwa perusahaan dengan rasio hutang yang tinggi memiliki tingkat pengembalian yang lebih tinggi dalam situasi perekonomian normal, tetapi mereka menghadapi resiko kerugian saat perekonomian dalam masa resesi. Menurut

Brigham & Huoston (2001: 86), perusahaan dengan rasio hutang yang rendah akan mempunyai resiko yang lebih kecil, tetapi mereka juga memiliki kesempatan meningkatkan pengembalian atas ekuitas yang rendah pula. Prospek pengembalian yang tinggi sangat diinginkan oleh investor, tetapi mereka enggan menghadapi resiko. Oleh karena itu, keputusan penggunaan hutang mengharuskan perusahaan untuk menyeimbangkan pengembalian yang lebih tinggi terhadap kenaikan resiko.

Perlakuan yang cukup signifikan berbeda bila perusahaan menggunakan pendanaan berbasis syariah seperti *profit loss sharing* atau pendanaan dengan sistem bagi hasil. Pada saat perusahaan dalam kondisi terpuruk, pendanaan berbasis *profit loss sharing* cukup menguntungkan bagi perusahaan. Sebagai contoh kondisi perekonomian yang buruk menyebabkan penjualan perusahaan menurun drastis sehingga perusahaan mengalami kerugian. Hal tersebut membuat bank syariah selaku penyalur dana harus menanggung risiko yang menimpa perusahaan. Perusahaan hanya menanggung kerugian waktu, biaya dan tenaga kerja. Hal ini berbeda bila perusahaan menggunakan pendanaan konvensional dimana bank konvensional tidak memperhatikan kondisi keuangan perusahaan.

Antonio (2001: 62) menyebutkan didalam praktek perbankan syariah, terdapat dua jenis sistem pendanaan bagi hasil yaitu *revenue sharing*, dan *profit loss sharing*. Definisi dari kedua jenis sistem tersebut akan dijelaskan sebagai berikut:

1. *Revenue sharing* adalah pembagian hasil usaha berdasarkan jumlah penerimaan sebelum dikurangi biaya-biaya.

2. *Profit loss sharing* berbeda dengan *revenue sharing*. Dalam *profit loss sharing*, yang dibagi antara pemilik modal dengan pengelola adalah nilai bersih dari keuntungan ataupun kerugian yang ditanggung. Jadi apabila terjadi kerugian, maka kerugian tersebut ditanggung oleh pemilik modal dan pengelola. Bagi hasil adalah suatu sistem yang meliputi tata cara pembagian hasil usaha antara penyedia dana (*shahibul maal*) dengan pengelola dana.

Selain itu perilaku bank syariah merupakan hal yang penting didalam menjelaskan konsep *Islamic financial design*. Menurut Rachamadi (2002: 13) bank syariah memiliki karakteristik sebagai berikut:

1. Keuntungan dan beban biaya yang disepakati tidak kaku dan ditentukan berdasarkan kelayakan tanggungan resiko dan korbanan masing-masing.
2. Beban biaya tersebut hanya dikenakan sampai batas waktu kontrak. Sisa hutang selepas kontrak dilakukan kontrak baru.
3. Pada Bank syariah tidak dikenal keuntungan pasti (*fixed return*), ditentukan kepastian sesudah mendapatkan untung, bukan sebelumnya.

Konsep dari *Islamic financial design* ini didasarkan atas pandangan bahwa perusahaan tidak boleh melakukan *riba*. Menurut Sudarsono (2003: 10), *riba* adalah penambahan, perkembangan, peningkatan, dan pembesaran atas pinjaman pokok yang diterima pemberi pinjaman dari peminjam sebagai imbalan karena menanggihkan atau berpisah dari sebagian modalnya selama periode waktu tertentu. Solusi dari *riba* tersebut adalah dengan menggunakan pendanaan dengan konsep *profit loss sharing*. Didalam pendanaan syariah didapatkan konsep tersebut maka

pendanaan bank syariah merupakan solusi sementara dari perusahaan yang menginginkan pendanaan yang bebas riba dan tingkat resiko yang rendah.

Konsep dari *Islamic financial design* ini muncul ketika sebuah perusahaan menggunakan pendanaan syariah. Hal ini dikuatkan oleh pernyataan Ebrahim (2000) dikutip dari Ghafar b. Ismail (2003) yang menyatakan konsep *Islamic financial design* muncul ketika perusahaan menggunakan kombinasi dari berbagai macam kontrak hutang. Kontrak hutang ini dapat dikategorikan sebagai *debt contract bai' al murabahah, al ijarah wal istiqna, mudharabah* dan *musyarakah*. Perusahaan yang menggunakan pendanaan berbasis *profit loss sharing* akan memiliki perilaku yang berbeda dibandingkan bila perusahaan tersebut hanya menggunakan pendanaan berbasis konvensional. Pada saat perusahaan mengalami kerugian maka perusahaan tidak diwajibkan untuk membayar bagi hasil pada bank syariah. Namun pada saat keadaan ekonomi perusahaan sedang “*booming*”, jumlah bagi hasil atau pembagian laba meningkat sesuai dengan peningkatan jumlah pendapatan. Dan pembagian laba tersebut bila dikonversikan dengan tingkat bunga pada bank umumnya jumlahnya dapat melampaui tingkat bunga bank.

Penggunaan pendanaan dengan basis *profit loss sharing* akan menimbulkan perbedaaan perilaku bila dihubungkan dengan pajak. Penggunaan hutang pada tingkat tertentu dapat menguntungkan dari segi penghematan pajak. Namun bila perusahaan menggunakan pendanaan dengan basis *profit loss sharing* misalkan *mudharabah* maka dapat diasumsikan ketika kondisi perusahaan “*booming*” maka bagi hasil akan meningkat seiring kenaikan *net income* sehingga beban bagi hasil tersebut dapat

mengurangi pajak. Dalam kondisi “buruk”, bagi hasil akan menurun seiring dengan menurunnya *net income*. Hal tersebut tentu sangat tidak menguntungkan dari segi pajak, karena beban bagi hasil tidak begitu signifikan dalam mengurangi pajak. Teori *trade off* tidak berlaku mutlak dalam perusahaan yang menggunakan pendanaan dengan basis *profit loss sharing*. Teori ini menyebutkan biaya kesulitan keuangan (*financial distress cost*) dapat lebih besar daripada efek *interest tax shield*, maka hutang justru akan mempunyai efek negatif terhadap nilai perusahaan. Pada perusahaan yang menggunakan pendanaan dengan basis *profit loss sharing* bila perusahaan mengalami *financial distress* yang cukup tinggi dan perusahaan mengalami kerugian maka secara otomatis bagi hasilpun menjadi nol karena tidak ada *net income* yang dapat dibagi. Dalam hal ini perusahaan diuntungkan karena hanya cukup membayar hutang pokoknya.

Menurut Ghafar b. Ismail (2003) perusahaan dengan biaya kebangkrutan yang tinggi dapat mengurangi manfaat hutang karena resiko yang ditanggung besar pula. Penggunaan pendanaan dengan basis *profit loss sharing* akan membantu kondisi keuangan perusahaan yang terpuruk dengan berbagi resiko dalam kontrak *mudharabah*. Konsep *Islamic financial design* menyatakan bahwa dengan memperbesar komposisi kontrak pendanaan *mudharabah* maka secara tidak langsung pada tingkat tertentu perusahaan disarankan untuk mengurangi tingkat rasio hutangnya dan menggunakan pendanaan ekuitas sebagai gantinya. *Islamic financial design* dapat membentuk struktur modal yang optimal pada tingkat resiko yang rendah karena rendahnya ketergantungan pada hutang dan lebih cenderung pada

pendanaan ekuitas. Perbedaan yang mendasar antara konsep *financial design* dengan konsep *Islamic financial design* yaitu pada konsep *financial design* tidak memperhatikan aspek pendanaan syariah terhadap kebijakan struktur modal bila perusahaan menggunakan pendanaan berbasis *profit loss sharing*. Bila perusahaan tersebut menggunakan pendanaan *mudharabah* berbasis bagi hasil (*profit loss sharing*) maka diperlukan penambahan variabel baru yakni *profit loss sharing* (PLS) sehingga terbentuklah *Islamic financial design*.

2.1.2 Struktur Modal

Dalam pandangan tradisional, perusahaan dapat mewujudkan suatu struktur modal yang optimal yakni dengan cara manajer meningkatkan nilai total perusahaan melalui penggunaan *leverage* keuangan secara tepat. Pengertian dari struktur modal yang optimal diungkapkan oleh Brigham dan Weston (1990: 150), yakni struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara *risk* dan *return* sehingga dapat memaksimalkan harga saham. Penambahan hutang akan memperbesar resiko perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat *return* yang diharapkan. Resiko yang makin tinggi akibat memperbesar hutang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya tingkat *return* yang diharapkan akan menaikkan harga saham. Pengertian yang lain yakni didapat dari Van Horne dan Machowicz (2005: 449) yang menyatakan bahwa struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang dapat meminimalkan *cost of capital* dan memaksimalkan nilai perusahaan. Struktur modal yang optimal bagi seluruh perusahaan membutuhkan proporsi hutang

yang lebih tinggi dibandingkan ekuitas. Akibatnya perusahaan mungkin akan memiliki hutang yang lebih tinggi dari rata-rata industri. Maka perusahaan harus dapat menyesuaikan posisinya, karena kreditur dan investor cenderung mengevaluasi perusahaan dengan cara membandingkannya dengan rata-rata industri. Moyer dan McGuigan (2003) menyatakan bahwa struktur modal yang optimal adalah bauran antara *debt*, *preferred stock* dan *common equity* yang dapat meminimalkan rata-rata biaya modal rata-rata perusahaan. Pada saat terjadi peminimalan rata-rata biaya modal, maka total nilai dari sekuritas perusahaan (nilai perusahaan) akan maksimal. Hasil dari peminimalan struktur biaya modal dinamakan struktur modal yang optimal. Berikut ini akan dipaparkan beberapa teori terdahulu yang dikutip dari Brigham & Daves (2004: 497) mengenai struktur modal antara lain :

1. Teori struktur modal Modigliani-Miller (MM theory)

Ada 2 asumsi yang dipergunakan oleh Modigliani-Miller (MM). Pertama MM menyimpulkan didunia tanpa pajak, nilai perusahaan dan biaya modal tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Kedua MM juga mengasumsikan bila ada pajak, dapat dinyatakan bahwa nilai perusahaan akan meningkat sejalan dengan meningkatnya penggunaan hutang. Biaya bunga hutang dapat mengurangi pajak sehingga semakin besar porsi pendapatan perusahaan yang menjadi bagian investor.

2. Trade Off Model

Teori ini memasukkan pengaruh pajak perorangan, biaya keagenan, dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Menurut Myers (1977) yang dikutip dari Chirinko dan Anuja (2000) struktur modal yang optimal merupakan keseimbangan

antara penghematan pajak atas penggunaan hutang dengan biaya kesulitan keuangan akibat penggunaan hutang. Tingkat hutang optimal tercapai ketika efek *interest tax shield* mencapai jumlah yang maksimal terhadap ekspektasi *cost of financial distress*. Pada tingkat hutang yang optimal diharapkan nilai perusahaan akan mencapai tingkat optimal. Dan sebaliknya ketika terjadi pergeseran tingkat *financial leverage* sampai melewati titik optimal yaitu biaya kebangkrutan dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress cost*) lebih besar daripada efek *interest tax shield*, maka hutang justru akan mempunyai efek negatif terhadap nilai perusahaan. Sesuai *trade off*, perusahaan akan berusaha menyesuaikan struktur modalnya sampai ke tingkat hutang yang ditarget.

3. *Pecking Order Hypothesis*

Pecking Order Theory pertama kali diperkenalkan oleh Donalson pada tahun 1964 sebagai teori yang menjelaskan perilaku keuangan perusahaan. Teori ini menjelaskan bahwa manajemen perusahaan lebih menyukai pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Menurut Weston & Copeland (1990: 232), perusahaan yang mempunyai tingkat profitabilitas tinggi akan cenderung menggunakan ekuitas internal yang besar (dalam bentuk laba ditahan) dan akan cenderung memiliki *debt ratio* yang rendah atau sebaliknya perusahaan-perusahaan yang kurang *profitable* akan mempunyai *debt ratio* yang tinggi. Konsep pendanaan tersebut dimodifikasi dan dimunculkan kembali oleh Myers (1984) yakni *modified pecking order hypothesis* dengan kesimpulan sebagai berikut:

- 1) Menentukan kebijakan deviden merupakan sesuatu yang sulit. Manajer berusaha membagikan deviden dalam jumlah yang konstan dan tidak akan menaikkan ataupun menurunkan jumlah tersebut walaupun laba perusahaan berfluktuasi.
- 2) Perusahaan lebih menyukai pembelanjaan internal (laba ditahan & depresiasi) daripada pembelanjaan eksternal.
- 3) Bila perusahaan melakukan pembelanjaan eksternal maka akan lebih diutamakan untuk memilih surat berharga yang aman.
- 4) Bila perusahaan membutuhkan dana dari luar maka akan dilakukan pemilihan surat berharga berdasarkan *pecking order* sebagai prioritas utama akan dipilih hutang yang aman, kemudian prioritas berikutnya secara berurutan adalah hutang yang beresiko (*risky debt*), *convertible securities*, saham preferen dan sebagai prioritas terakhir adalah saham biasa .

Pandangan kedua pakar tersebut memiliki banyak perbedaan yang mendasar tentang pilihan pendanaan perusahaan untuk mengutamakan pendanaan internal dari pada pendanaan eksternal. Pandangan Donaldson menyatakan bahwa biaya penerbitan (*floatation cost*) yang ada pada pendanaan eksternal menyebabkan perusahaan mengutamakan pendanaan internal. Sedangkan Myers menyatakan bahwa keberadaan pemegang saham lama sebagai penyebab pilihan pendanaan perusahaan lebih mengutamakan pendanaan internal

Myers & Majluf (1984: 25) mengembangkan *pecking order theory* sebagai suatu teori alternatif keputusan pendanaan perusahaan, mereka menunjukkan bahwa dengan adanya *asymmetric information*, pihak manajemen akan menggunakan *private information* untuk mengeluarkan ekuitas ketika sahamnya *over priced*. Investor yang mengetahui masalah *asymmetric information* itu, mereka akan mengabaikan saham baru dan yang telah ada pada saat pengumuman *right issue*. Dengan adanya pengaruh *asymmetric information*, biaya penerbitan saham ini akan mendorong perilaku *pecking order*. Sehingga para manajer akan lebih menyukai membiayai investasinya dengan laba ditahan dan menggunakan hutang dengan resiko yang lebih rendah.

4. *Signaling Model*

Signaling model berdasarkan pada pemikiran bahwa pihak manajemen perusahaan yang memiliki informasi lebih baik mengenai perusahaannya akan terdorong untuk menyampaikan informasi tersebut kepada calon investor agar harga saham perusahaannya meningkat. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan menghindari penjualan saham dan mengupayakan penambahan modal dengan penggunaan hutang. Sedangkan perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan seharusnya menjual saham yang berarti mencari investor baru sebagai teman berbagi kerugian.

Dari segi definisinya, struktur modal itu sendiri memiliki banyak pengertian. Diantaranya adalah definisi dari Van Horne dan Machowicz (2005: 446), yang menyatakan bahwa struktur modal merupakan proporsi gabungan permanen perusahaan antara pendanaan hutang jangka panjang, saham preferen dan saham

biasa. Definisi yang lain adalah definisi dari Weston & Brigham (1990: 150) yaitu struktur modal merupakan perpaduan penggunaan hutang jangka panjang, saham preferen & saham biasa.

Dapat disimpulkan bahwa definisi struktur modal merupakan komposisi pendanaan hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Berdasarkan beberapa definisi diatas, maka *proxy* yang digunakan dalam penelitian ini untuk mengukur struktur modal (CS) adalah hutang jangka panjang dibagi dengan modal sendiri.

$$CS = \frac{\text{hutang jangka panjang}}{\text{modal sendiri}} \dots\dots\dots(2.1)$$

2.1.3 *Non-Debt Tax Shield*

Struktur modal yang optimal disebabkan adanya pengaruh *corporate tax*, *personal tax* dan *corporate tax shield* yang bukan berasal dari hutang (*non-debt tax shield*) seperti depresiasi. *Non-debt tax shield* (NDTS) merupakan besarnya perlindungan pajak yang dihubungkan dengan aktiva tetap dan perlindungan pajak yang bukan berasal dari hutang seperti depresiasi. Hal ini dikarenakan depresiasi dikurangkan dari penghasilan kena pajak. Makin besar depresiasi berarti makin besar pula *cash inflow* yang disebabkan oleh efek depresiasi yang mengurangi pajak. Hal ini mengakibatkan perusahaan memiliki dana internal yang cukup untuk menutup kerugian yang disebabkan hutang, maka tingginya depresiasi menyebabkan perusahaan memiliki tingkat hutang yang rendah. Hal ini cukup berbeda, bila

dibandingkan dengan apa yang diungkapkan De Angelo & Masulis (1980) bahwa meningkatnya beban depresiasi menunjukkan aktiva tetap yang dijadikan jaminan (*collateral asset*) untuk memperoleh kredit semakin besar. Oleh karena itu, kepercayaan kreditur akan meningkat sehingga biaya keagenan hutang akan menurun. Dengan demikian perusahaan memiliki kesempatan lebih besar untuk merenegosiasi perjanjian hutang.

Menurut Bradley, Jarrell dan Kim (1984) serta Titman and Wessels (1988) dikutip dari Shumi dan Oliver (2000) mendefinisikan bahwa *non-debt tax shield* merupakan rasio dari beban depresiasi dibagi dengan nilai buku dari total aktiva. Hal serupa dinyatakan oleh Francisco (2002) bahwa *proxy* dari *non-debt tax shield* adalah beban depresiasi dibagi dengan total aktiva. Sehingga dapat ditarik kesimpulan dari definisi-definisi *non-debt tax shield* (NDTS) diatas, bahwa *proxy* dari *non-debt tax shield* merupakan rasio dari depresiasi dibagi total aktiva, dan dinyatakan dalam persamaan sebagai berikut:

$$\text{NDTS} = \frac{\text{Depresiasi}}{\text{Total Aktiva}} \dots\dots\dots(2.2)$$

Shumi dan Oliver (2000) mengungkapkan bahwa perusahaan dengan *non-debt tax shield* yang tinggi diharapkan memiliki *leverage* yang rendah dan dapat diartikan bahwa *non-debt tax shield* berhubungan negatif dengan *leverage*. Hasil yang sama juga didapatkan oleh Francisco Mira (2002) yang menyatakan bahwa *non-debt tax shield* memiliki hubungan negatif dengan *leverage*. Namun berbeda dengan penelitian Ghafar b. Ismail (2003) ditemukan bahwa *non-debt tax shield* memiliki

hubungan positif terhadap struktur modal. Perusahaan dapat memiliki tingkat hutang yang menguntungkan apabila memiliki *tangible asset* yang tinggi dan tingkat depresiasi yang tinggi pula, karena para kreditor yang memberikan pinjaman dananya akan mempertimbangkan faktor struktur modal dan aset perusahaan. Pertimbangan struktur modal berkaitan dengan struktur pendanaan perusahaan sedangkan aset lebih mengarah pada ada tidaknya jaminan atas pinjaman dana (hutang) yang diberikan. Jadi *non-debt tax shield* perusahaan memiliki hubungan positif dengan struktur modal perusahaan.

2.1.4 Profitability

Myers and Majluf (1984) berargumen tentang keberadaan tingkatan atau hirarki dari sebuah sumber pendanaan perusahaan. Dengan didasarkan atas versi modifikasi dari *pecking order theory* yang menggunakan model pendekatan informasi asimetris, maka perusahaan cenderung lebih menyukai sumber pendanaan internal daripada eksternal. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat *profitability* yang tinggi cenderung untuk menggunakan pendanaan internal yakni dengan laba ditahan daripada hutang. Menurut Myers and Majluf (1984) perusahaan lebih baik menggunakan laba ditahan sebagai sumber pendanaan dengan alasan menghindari biaya transaksi dan untuk alasan keamanan. Akan tetapi keputusan tersebut harus didasari dengan tetap memprediksi eksistensi dari *free cash flow* setelah deviden dibayarkan.

Profitabilitas suatu perusahaan menunjukkan efektifitas manajemen perusahaan dalam memanfaatkan sumber daya yang ditujukan atas laba yang dihasilkan dari penjualan maupun investasi perusahaan. Dengan kata lain, profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. Profitabilitas perusahaan dapat diketahui dengan cara membandingkan laba yang diperoleh dalam suatu periode dengan jumlah aktiva atau jumlah modal perusahaan tersebut. Menurut Brigham & Gapenski (1995: 629) terdapat empat macam rasio profitabilitas yaitu : *profit margin, basic earning power, return on asset dan return on equity*. Cara untuk menilai profitabilitas ada bermacam-macam dan tergantung pada laba dan aktiva atau modal mana yang akan dibandingkan satu dengan yang lainnya. Namun didalam penelitian ini, peneliti hanya akan menggunakan satu *proxy* yaitu *net profit margin*. *Net profit margin* (NPM) dapat dihitung dengan persamaan berikut ini:

$$\text{NPM} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Sales}} \dots\dots\dots(2.3)$$

Myers and Majluf (1984) berdasarkan *modified pecking order theory* berargumen bahwa profitabilitas perusahaan akan berhubungan negatif dengan *leverage*. Hal yang serupa juga dinyatakan oleh Fransisco Mira (2002) bahwa, "*There should be a negative relation between leverage and firm profitability*". Studi yang dilakukan oleh Ghafar b. Ismail (2003) juga menemukan hasil yang sama yakni adanya hubungan negatif antara profitabilitas dengan *leverage*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa seperti yang telah dinyatakan dalam *pecking order theory* bahwa

perusahaan lebih memilih penggunaan modal yang berasal dari laba ditahan, kemudian baru dari penerbitan saham baru. Dengan demikian perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi akan cenderung memiliki struktur modal yang rendah pula, karena dalam memenuhi kebutuhan pendanaannya, mereka lebih mengutamakan penggunaan modal internal terlebih dahulu yaitu berasal dari laba ditahan. Dengan demikian profitabilitas secara teori mempunyai pengaruh yang negatif terhadap struktur modal.

2.1.5 *Bankruptcy Cost*

Jika peluang kebangkrutan dan biaya administrasi serta biaya lain-lain yang berhubungan dengan kebangkrutan cukup besar maka perusahaan cenderung akan menggunakan *leverage* untuk mengatasi masalah tersebut. Van Horne dan Machowicz (1998: 480) menyatakan jika terjadi kebangkrutan, pemegang sekuritas sebagai satu kesatuan menerima kompensasi yang lebih sedikit dibandingkan jika tidak terdapat biaya kebangkrutan. Ghafar b. Ismail (2003) yang menyatakan bahwa, "*Firms with high bankruptcy costs will reduce their debt usage and profit loss sharing equity financing will be much effective*". Dengan kata lain perusahaan dengan *bankruptcy cost* yang tinggi akan dapat mengurangi manfaat hutang mereka dan sistem bagi hasil (*profit loss sharing*) akan membantu pendanaan perusahaan didalam kondisi keuangan perusahaan yang terpuruk dengan cara berbagi resiko didalam kontrak *mudharabah*.

Ghafar b. Ismail (2003) menyatakan bahwa *bankruptcy cost* merupakan ukuran ketidakmampuan perusahaan dalam mempertahankan tingkat pengembalian hutangnya. *Proxy* yang digunakan dalam mengukur *bankruptcy cost* adalah rasio *time interest earning* (TIE). *Proxy* ini dipergunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam mempertahankan tingkat pengembalian hutangnya, maka *proxy* ini akan berlawanan arah dengan *bankruptcy cost*. Makin tinggi nilai dari rasio TIE makin rendah pula *bankruptcy cost*-nya. Rasio TIE dihitung dengan cara membagi *earning before interest and taxes* (EBIT) dengan beban bunga.

$$BC = \frac{EBIT}{\text{Beban Bunga}} \dots\dots\dots(2.4)$$

Ghafar b. Ismail (2003) menyatakan *bankruptcy cost* adalah positif bila dikorelasikan dengan hutang. Shumi dan Oliver (2000) menyatakan bahwa tingginya tingkat hutang akan meningkatkan probabilitas kebangkrutan dan peningkatan *bankruptcy cost*. Dapat disimpulkan bila *proxy* dari *bankruptcy cost* adalah rasio TIE, maka makin tinggi rasio TIE akan membuat perusahaan merasa yakin untuk menambah jumlah komposisi hutang jangka panjangnya. Hal ini mengindikasikan adanya hubungan positif antara *bankruptcy cost* dengan struktur modal.

2.1.6 Firm Size

Pada dasarnya ukuran perusahaan adalah besarnya kekayaan yang dilihat dari kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan. Hal itu dapat tercermin dari tingkat penjualan yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut. Ukuran suatu

perusahaan sangat berpengaruh terhadap kemampuannya dalam menghadapi resiko yang timbul berkaitan dengan kegiatan operasional perusahaan tersebut. Bank sebagai kreditur juga akan mempertimbangkan ukuran perusahaan sebagai suatu variabel dalam analisis kredit yang mereka lakukan sebelum mereka memberikan pinjaman. Bank akan memberikan hutang berdasarkan ukuran perusahaan yang bersangkutan. Pihak bank lebih memilih perusahaan yang berukuran “besar” karena mereka dinilai lebih mampu menghadapi resiko serta mengembangkan usahanya. Variabel ukuran perusahaan juga membedakan karakter antara perusahaan “kecil” dan “besar” dan membedakan antara perusahaan yang menggunakan hutang tinggi ataupun hutang yang rendah. Disisi lain perusahaan “besar” akan cenderung menggunakan hutang yang tinggi dan diasumsikan lebih beresiko daripada perusahaan “kecil”. Menurut Nigel (2005) dalam mengukur ukuran perusahaan dapat digunakan *proxy natural logarithma* dari *total sales*. Hal yang serupa diungkapkan oleh Ghafar b. Ismail (2003) *natural logarithma* dari penjualan dapat digunakan sebagai *proxy* dari ukuran perusahaan. Maka dalam mengukur ukuran perusahaan dapat di *diproxy* dengan :

$$SIZE = \ln \text{ of sales} \dots\dots\dots(2.5)$$

Banyak ditemukan perbedaan hasil didalam penelitian tentang ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan dapat berhubungan positif dengan struktur modal didapat dari penelitian oleh Friend and Lang (1988) yang dikutip dari Nigel (2005) ataupun negatif yang didapat dari penelitian oleh Rajan and Zingales (1995) yang dikutip dari Nigel (2005) bila dihubungkan dengan *leverage*. Menurut Titman and Wessels (1988) yang dikutip dari Nigel (2005) menunjukkan bahwa ukuran

perusahaan positif bila dihubungkan dengan *long-term debt* dan negatif bila dihubungkan dengan *short-term debt*. Fransisco Mira (2002) mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan berhubungan positif dengan *debt level*. Menurut Ghafar b. Ismail (2003) ukuran perusahaan negatif bila dihubungkan dengan *leverage*.

Ukuran perusahaan dapat tercermin dari tingkat penjualan yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut. Maka makin besar tingkat penjualan perusahaan mengindikasikan bahwa makin besar suatu perusahaan dan makin besar pula pendapatan yang diperoleh. Ghafar b. Ismail (2003) menyatakan bahwa, "*So large firms are more capable of issuing informational sensitive securities like equity and have a lower debt*". Pendapatan yang makin besar mengindikasikan bahwa perusahaan "besar" akan lebih mampu untuk menyediakan informasi sekuritas yang sensitif seperti saham. Oleh karena itu perusahaan cenderung untuk memiliki hutang jangka panjang yang kecil.

2.1.7 *Firm Age*

Firm age atau umur perusahaan adalah jumlah dari waktu sejak perusahaan tersebut didirikan. Perusahaan yang "baru" (baru didirikan) lebih cenderung ingin meminjam daripada perusahaan yang "lama". Namun perusahaan yang "baru" akan dibatasi pinjamannya karena minimnya reputasi mereka. Perusahaan yang "lama" cenderung akan terus menjaga hubungan dengan *lender*nya agar dapat mengakses hutang dengan mudah dan dengan tingkat bunga yang rendah.

Umur perusahaan merupakan jumlah tahun perusahaan saat eksis dan merupakan implikasi perusahaan dengan informasi asimetris. Perusahaan “baru” lebih asimetris bila dibandingkan dengan perusahaan “lama” dalam bisnis yang sama. Maksudnya tingkat kesenjangan informasi perusahaan yang “baru” lebih tinggi dari perusahaan “lama”. Maka perusahaan “baru” akan menyukai hutang jangka panjang dikarenakan kemampuan pendanaannya. Berdasarkan Michaelas, Chittenden and Poutziouris (1999) dikutip dari Schumi dan Oliver (2000) penelitian ini menggunakan *natural logarithm* dari *age of firm* sebagai *proxy* dari umur perusahaan. Sehingga dapat dijelaskan *proxy* dari umur perusahaan (AGE) adalah :

$$AGE = Ln \text{ dari jumlah waktu sejak perusahaan mulai didirikan.....(2.6)}$$

Ada perbedaan hasil dalam penelitian oleh para peneliti. Menurut Nigel dkk (2005) umur perusahaan berhubungan positif dengan profitabilitas dan ada hubungan positif antara umur perusahaan dengan *leverage*. Ghafar b. Ismail (2003) dalam studinya juga menemukan hubungan yang negatif antara umur perusahaan dengan struktur modal. Dapat disimpulkan makin “baru” perusahaan tersebut, maka akan makin menyukai hutang jangka panjang dikarenakan perusahaan “baru” sangat membutuhkan dana segar untuk pertumbuhan perusahaannya. Hal ini berarti umur perusahaan akan berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

2.1.8 Profit Loss Sharing.

Profit loss sharing adalah sistem bagi hasil dari suatu jenis kontrak hutang dengan sistem bebas bunga. Pembagian hasil usaha ini dapat terjadi antara bank

dengan penyimpan dana, maupun antara bank dengan nasabah penerima dana. Salah satu jenis pendanaan yang ditawarkan oleh bank syariah yang menggunakan sistem *profit loss sharing* adalah pendanaan *mudharabah*. Pendanaan ini memiliki kemiripan seperti halnya dengan standar kontrak *debt* pada umumnya, namun memiliki keunggulan untuk menjadi kontrak hutang yang optimal. Menurut PSAK 59 pasal 6, *mudharabah* adalah akad kerja sama usaha antara *shahibul maal* (pemilik dana) dan *mudharib* (pengelola dana) dengan *nisbah* bagi hasil menurut kesepakatan dimuka. Sedangkan menurut Muhammad (2002: 123) *mudharabah* adalah sebuah bentuk pembiayaan, dimana pemilik modal bersedia membiayai sepenuhnya suatu proyek atau usaha dan pengusaha setuju untuk mengelola proyek tersebut dengan pembagian hasil sesuai dengan perjanjian.

Pada sistem pembiayaan berbasis *mudharabah*, yang berbagi untung dan berbagi rugi dinamakan bagi hasil karena merupakan bentuk pengembalian dari kontrak investasi, yakni yang termasuk ke dalam *natural uncertainty contract*. Salah satu unsur *mudharabah* adalah *nisbah* keuntungan yang mencerminkan imbalan yang berhak diterima oleh kedua belah pihak di mana ditentukan berdasarkan persentase (misalnya 50:50, 70:30, dsb) dan bukan atas nominal mata uang. *Nisbah* ini didasarkan atas kesepakatan kedua pihak, bukan berdasarkan modal yang disetor, namun tentu dapat saja disepakati *nisbah* keuntungan berdasarkan porsi setoran modal. *Nisbah* ini ditentukan pada kesepakatan atau perjanjian awal. Modal disediakan seluruhnya oleh pemilik modal sampai suatu masa tertentu di mana modal tersebut dikembalikan secara utuh.

Mudharabah ini juga sering disebut *trust financing* yang hanya diberikan kepada pengusaha yang sudah teruji memegang amanah dengan baik atau terpercaya, sehingga jika terjadi satu dan lain hal yang merugikan kedua belah pihak, hal itu tidak disebabkan oleh kesalahan pengelolaan si pengusaha sehingga risiko dapat ditanggung bersama secara adil. Seluruh keuntungan dan kerugian akan dibagi sesuai dengan kontrak. Bagi hasil dalam pembiayaan ini sangat tergantung dari kinerja sektor riilnya, bila laba bisnisnya besar maka kedua pihak mendapatkan bagian sesuai porsi *nisbah* keuntungan. Layaknya di bank konvensional, bank syariah juga menyertakan kewajiban *collateral* atau jaminan. Tetapi perbedaannya lebih pada tujuan untuk menghindari kemungkinan *moral hazard* atau *character risk* ketimbang mengamankan nilai investasi.

Dalam kondisi krisis ekonomi, sistem bagi hasil memiliki potensi yang sangat baik untuk menstimulasi berputarnya sektor riil, karena sektor riil tidak dibebani oleh biaya bunga yang tinggi. Menurut PSAK 59 pasal 7 jika usaha mengalami kerugian, maka seluruh kerugian ditanggung oleh pemilik dana, kecuali jika ditemukan adanya kelalaian atau kesalahan pengelola dana, seperti penyelewengan, kecurangan, dan penyalahgunaan dana. Sedangkan PSAK 59 pasal 19 menyebutkan apabila sebagian pembiayaan *mudharabah* hilang setelah dimulainya usaha tanpa adanya kelalaian atau kesalahan pengelola dana maka rugi tersebut diperhitungkan pada saat bagi hasil. PSAK 59 pasal 25 menyatakan bagi hasil *mudharabah* dapat dilakukan dengan menggunakan dua metode, yaitu bagi laba (*profit sharing*) atau bagi pendapatan (*revenue sharing*). Bagi laba, dihitung dari pendapatan setelah dikurangi beban yang

berkaitan dengan pengelolaan dana *mudharabah*. Sedangkan bagi pendapatan, dihitung dari total pendapatan pengelolaan *mudharabah*. Berikut adalah tabel untuk memperjelas uraian PSAK 59 :

Tabel 2.1
Metode Bagi hasil

Uraian	Jumlah	Metode Bagi Hasil
Penjualan	100	Revenue Sharing
Harga Pokok Penjualan	65	
Laba Kotor	35	
Beban	25	
Laba Rugi Bersih	10	Profit Sharing

Sumber : PSAK 59

Pada tingkat tertentu perusahaan, *Islamic financial design* akan mengatur bentuk dari struktur modal perusahaan. Model pendanaan *mudharabah* disisi lain mengurangi resiko tingkat bunga dan biaya kebangkrutan melalui mekanisme *profit loss sharing* (PLS). Menurut Ghafar b. Ismail (2003) jika pendanaan perusahaan didasarkan atas pada *mudharabah* maka PLS dapat di *proxy* dengan *Earning Before Interest and Taxes* (EBIT) dibagi *total equity* ditambah hutang *mudharabah*.

$$PLS = \frac{EBIT}{Total\ Equity + \text{hutang } mudharabah} \dots\dots\dots(2.7)$$

Variabel-variabel yang diterima dan diterapkan mengukur struktur modal perusahaan dengan *Islamic financial design* yang menggunakan PLS adalah positif bila dikorelasikan dengan *leveraged*. Makin tinggi komposisi *mudharabah* maka

makin kecil komposisi PLS sehingga makin rendah pula komposisi struktur modal. Makin rendah komposisi PLS makin rendah komposisi struktur modal maka PLS akan berhubungan positif dengan struktur modal. Hal ini mengindikasikan konsep *Islamic financial design* yang menyatakan bahwa dengan memperbesar komposisi pendanaan hutang *mudharabah* maka pada tingkat tertentu secara tidak langsung perusahaan disarankan untuk mengurangi tingkat rasio hutangnya dan menggunakan pendanaan ekuitas sebagai gantinya. Hal ini berawal dari asumsi bila *net income* perusahaan tinggi maka akan membuat beban bagi hasil meningkat, sehingga beban bagi hasil dapat melampaui tingkat bunga bank konvensional pada umumnya. Hal tersebut akan membuat perusahaan cenderung untuk menurunkan hutang *mudharabah*-nya. Konsep *Islamic financial design* diharapkan dapat membentuk struktur modal yang optimal pada tingkat resiko yang rendah karena rendahnya ketergantungan pada hutang dan lebih cenderung pada pendanaan ekuitas.

2.2 Penelitian Sebelumnya

Penelitian sebelumnya yang meneliti tentang pengaruh *Islamic financial design* terhadap struktur modal adalah penelitian yang dilakukan oleh 2 profesor dari Malaysia yaitu Abd. Ghafar b. Ismail and Ahmad b. Ismail (2003), dengan judul "*Does the financial design affect the capital structure?*". Penelitian ini dilakukan di Malaysia dengan periode waktu 1995-2000 pada 598 perusahaan yang *listing* di Syariah Board of Kuala Lumpur Stock Exchange dengan menggunakan analisis regresi panel dengan 2 metode yaitu *pooled least square* dan *generalized least*

square. Hasil penelitian yang diperoleh adalah semua variabel-variabel dari *Islamic financial design* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Penelitian ini menghasilkan kesimpulan bahwa, variabel *non-debt tax shield*, *bankruptcy cost*, dan variabel *profit loss sharing* mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap struktur modal, variabel *profitability*, *firm size*, *firm age* mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap struktur modal.

2.3. Model Analisis dan Hipotesis

2.3.1 Model Analisis

Untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel *Islamic financial design* yang terdiri dari *non-debt tax shield*, *profitability*, *bankruptcy cost*, *firm size*, *firm age*, dan *profit loss sharing*, baik secara bersama sama maupun secara parsial terhadap struktur modal perusahaan-perusahaan yang menggunakan pendanaan *mudharabah* di Bursa Efek Jakarta, maka perlu dibangun suatu model persamaan regresi berganda. Model persamaan regresi berganda yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$CS_{it} = \alpha + \beta_1 NDTS_{it} + \beta_2 NPM_{it} + \beta_3 BC_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 PLS_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2.8)$$

Keterangan :

CS_{it} = Struktur Modal perusahaan i pada triwulan t

$NDTS_{it}$ = *Non-Debt Tax Sheild* perusahaan i pada triwulan t

<i>NPM</i> <i>it</i>	= <i>Profitability</i> perusahaan <i>i</i> pada triwulan <i>t</i>
<i>BC</i> <i>it</i>	= <i>Bankruptcy cost</i> perusahaan <i>i</i> pada triwulan <i>t</i>
<i>SIZE</i> <i>it</i>	= <i>Firm size</i> perusahaan <i>i</i> pada triwulan <i>t</i>
<i>AGE</i> <i>it</i>	= <i>Firm age</i> perusahaan <i>i</i> pada triwulan <i>t</i>
<i>PLS</i> <i>it</i>	= <i>Profit Loss Sharing</i> perusahaan <i>i</i> pada triwulan <i>t</i>
α	= Intersep persamaan regresi (konstanta)
$B_{1,2,3,4,5,6}$	= Koefisien regresi
ϵ_{it}	= <i>Error</i> penelitian

2.3.2. Hipotesis

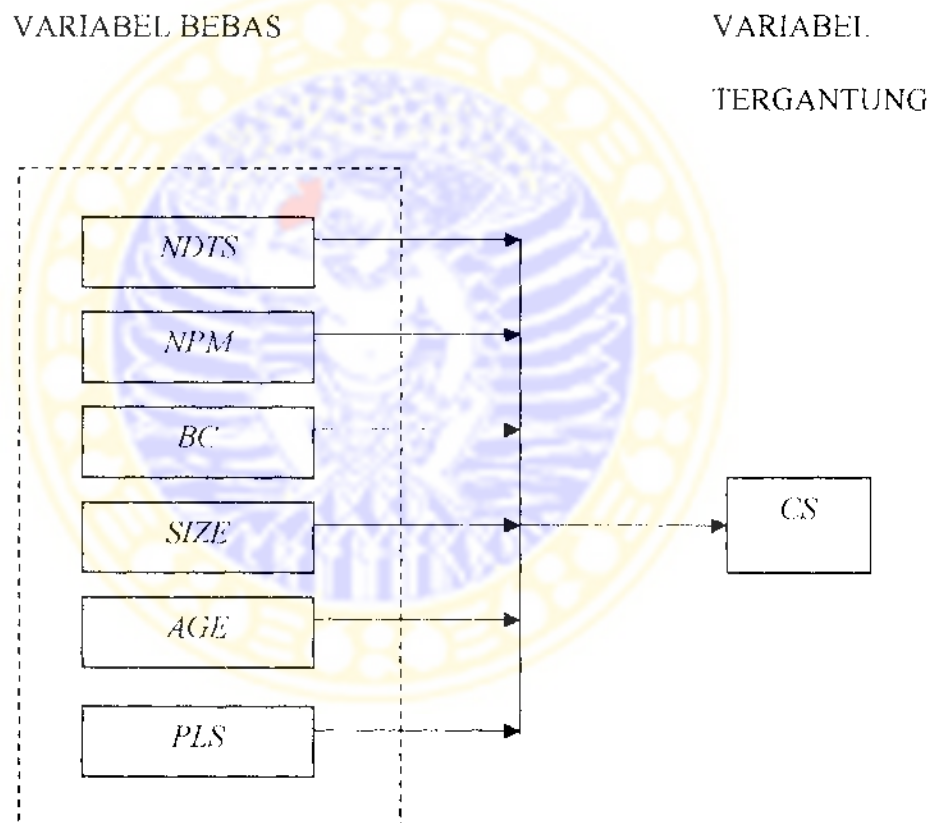
Berdasarkan rumusan masalah, landasan teori, dan penelitian sebelumnya, hipotesis dalam penelitian ini adalah: *non-debt tax shield*, *profitability*, *bankruptcy cost*, *firm size*, *firm age*, dan *profit loss sharing*, baik secara simultan maupun secara parsial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan-perusahaan yang menggunakan pendanaan *mudharabah* di Bursa Efek Jakarta.

2.4. Kerangka Pemikiran Skripsi

Kerangka pemikiran dari model analisis adalah sebagai berikut:

Gambar 2.1.

Kerangka Pemikiran Skripsi



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Pendekatan Penelitian

Berdasarkan variabel-variabel yang akan diteliti dan model penelitian yang telah disusun pada bab sebelumnya, digunakan pendekatan kuantitatif untuk menjawab rumusan masalah. Pendekatan kuantitatif menitikberatkan pada pengujian hipotesis, mengukur variabel yang sedang diteliti dan akan menghasilkan kesimpulan yang dapat digeneralisasi. Pendekatan kuantitatif ini menggunakan metode (alat analisis) statistik inferensial. Menurut Singgih (2001: 3), statistik inferensial ini didasarkan pada generalisasi tentang suatu populasi berdasarkan informasi yang terkandung dari suatu sampel

3.2. Identifikasi Variabel

Berdasarkan model analisis dan hipotesis penelitian maka variabel-variabel dalam penelitian ini dapat diidentifikasi sebagai berikut:

Variabel tergantung : Struktur Modal

Variabel bebas :

1. *Non-debt tax shield*
2. *Profitability*
3. *Bancruptcy cost*
4. *Firm size*

5. *Firm age*
6. *Profit loss sharing*

3.3. Definisi Operasional Variabel

Untuk memberikan gambaran yang jelas mengenai variabel-variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini maka berikut ini akan didefinisikan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian antara lain:

1. Struktur Modal

Struktur modal merupakan perpaduan penggunaan hutang jangka panjang, saham preferen & saham biasa. *Proxy* yang digunakan dalam mengukur struktur modal adalah hutang jangka panjang dibagi dengan modal sendiri dan dihitung dengan menggunakan persamaan (2.1).

2. *Non-Debt Tax Shield*

Non-debt tax shield (NDTS) merupakan besarnya perlindungan pajak yang dihubungkan dengan aktiva tetap dan perlindungan pajak yang bukan berasal dari hutang seperti depresiasi. *Proxy* dari NDTS adalah depresiasi dibagi dengan total aktiva dan dihitung dengan menggunakan persamaan (2.2).

3. *Profitability*

Profitability adalah kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. *Proxy* untuk mengukur biaya keagenan adalah rasio dari *Net profit margin* (NPM) dan dihitung dengan menggunakan persamaan (2.3).

4. *Bankruptcy cost*

Bankruptcy cost merupakan ukuran ketidakmampuan perusahaan dalam mempertahankan tingkat pengembalian hutangnya. *Proxy* yang digunakan dalam mengukur *bankruptcy cost* adalah rasio *time interest earning* (TIE). *Proxy* ini akan berlawanan arah dengan *bankruptcy cost* dan dihitung dengan menggunakan persamaan (2.4).

5. *Firm size*

Firm size adalah besarnya kekayaan yang dilihat dari kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan. *Proxy* yang digunakan dalam mengukur *Firm size* adalah *natural logarithma* dari *total sales* dan dihitung dengan menggunakan persamaan (2.5).

6. *Firm age*

Firm age yakni jumlah dari waktu sejak perusahaan tersebut didirikan. Dalam mengukur *firm age* dapat digunakan *proxy natural logarithma* dari jumlah waktu sejak perusahaan mulai didirikan dan dihitung dengan menggunakan persamaan (2.6).

7. *Profit loss sharing*

Profit loss sharing adalah sistem bagi hasil dari suatu jenis kontrak hutang dengan sistem bebas bunga. Untuk mengukur *proxy* dari PLS adalah rasio EBIT dibagi *total equity* ditambah hutang *mudharabah* dan dihitung dengan menggunakan persamaan (2.7).

3.4. Jenis dan Sumber Data

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berupa berupa catatan atas laporan keuangan triwulanan perusahaan yang bersumber dari www.jsx.co.id. Dalam penelitian ini, perusahaan yang dijadikan obyek penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang menggunakan pendanaan *mudharabah* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama rentang waktu triwulanan 2004-2005. Data sekunder yang digunakan merupakan data *panel*. Data yang dipergunakan adalah data *time series* dari triwulan pertama tahun 2004 sampai dengan triwulan ketiga tahun 2005 sedangkan data *cross section*nya adalah 3 perusahaan. Sampel ditentukan berdasarkan kriteria-kriteria yang dijelaskan pada bagian 3.5, sehingga diperoleh perusahaan-perusahaan yang memenuhi sampel penelitian, yaitu sebanyak 3 perusahaan.

3.5. Prosedur Pengumpulan Data

Prosedur yang digunakan untuk mendapatkan data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah :

1. Survey Pendahuluan

Pelaksanaan survey pendahuluan ini lebih menitikberatkan pada pencarian atau pengumpulan masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini beserta alternatif-alternatif untuk memecahkan masalah tersebut.

2. Survey Kepustakaan

Survey kepastakaan ebagai dasar untuk melakukan pemecahan masalah yang ada dengan cara pengumpulan literatur-literatur yang diperlukan sebagai landasan teoritis.

3. Survey Lapangan

Data kuantitatif didapatkan dengan teknik dokumentasi antara lain pencatatan dan pemfotokopian sebelum akhirnya diseleksi sesuai dengan kebutuhan analisis hasil penelitian.

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang menggunakan pendanaan *mudharabah*. *Sampel* yang digunakan dalam penelitian ini ditentukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Metode *purposive sampling* ini dipergunakan untuk memperoleh batasan-batasan *sampel* guna mencapai kesesuaian tujuan penelitian.

Batasan-batasan yang digunakan untuk menentukan sampel dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Perusahaan *sampel* adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama periode 2004-2005.
2. Perusahaan *sampel* menggunakan pendanaan *mudharabah* selama periode 2004-2005.
3. Perusahaan *sampel* harus memiliki catatan atas laporan keuangan selama periode penelitian.

Pengumpulan data dilakukan secara *pooling data (time series dan cross sectional)*. Keunggulan pengumpulan data secara *pooling* menurut Gujarati (2003: 637) adalah :

- 1) Mengontrol heterogenitas untuk tiap individu.
- 2) Lebih memberikan data yang informatif, lebih variatif, mengurangi kolinieritas antar variabel (sehingga menghasilkan estimasi yang efisien), dan menghasilkan *degree of freedom* yang besar.
- 3) Data panel lebih baik untuk mengidentifikasi dan mengukur efek yang tidak mudah untuk dideteksi bila hanya menggunakan data *pure time series* ataupun *pure cross section*.

3.6. Teknik Analisis

Teknik yang akan dipakai dalam studi ini adalah menggunakan regresi linier berganda dengan metode *Ordinary Least Square* (metode kuadrat terkecil). Nilai dan besaran dari masing-masing parameter dalam model diperoleh setelah model ini diestimasi dengan menggunakan software SPSS.

Dari model dan hipotesis penelitian maka dilakukan analisis secara berurutan sebagai berikut:

1. Menghitung besar observasi setiap variabel-variabel penelitian untuk masing-masing perusahaan sampel selama periode penelitian yang ditentukan.
2. Melakukan analisis regresi linier berganda setelah menghitung data yang digunakan dalam penelitian.

3. Melakukan uji hipotesis yang meliputi:

A. Uji t

Uji t merupakan uji parametrik yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh koefisien variabel bebas secara parsial terhadap variabel tergantung. Langkah-langkah untuk melakukan uji t adalah sebagai berikut:

a. Merumuskan hipotesis statistik

$H_1 : \beta_i = 0$; berarti secara parsial, variabel-variabel *Islamic financial design* yang terdiri dari *non-debt tax shield*, *profitability*, *bankruptcy cost*, *firm size*, *firm age*, *growth opportunity*, *volatility of earnings*, dan *profit loss sharing* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan struktur modal.

$H_1 : \beta_i \neq 0$; berarti secara parsial variabel-variabel *Islamic financial design* yang terdiri dari *non-debt tax shield*, *profitability*, *bankruptcy cost*, *firm size*, *firm age*, *growth opportunity*, *volatility of earnings*, dan *profit loss sharing* mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap kebijakan struktur modal.

b. Mengukur nilai t_{hitung} dengan menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$t_{hitung} = \frac{\beta_j}{Se(\beta_j)}$$

Keterangan:

β_i = Koefisien regresi ke-i

$Se(\beta_i)$ = Standart error koefisien regresi ke-i

- c. Menentukan besar tingkat signifikansi (α) yaitu sebesar 5 % dengan tingkat kebebasan (df) sebesar $n - k - 1$.
- d. Nilai t_{hitung} dibandingkan dengan nilai t_{tabel} , maka:

H_0 diterima bila : $-t_{\alpha/2} < t_{hitung} < t_{\alpha/2}$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5 %, secara parsial variabel-variabel *Islamic financial design* yang terdiri dari *non-debt tax shield*, *profitability*, *bankruptcy cost*, *firm size*, *firm age*, *growth opportunity*, *volatility of earnings*, dan *profit loss sharing* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan struktur modal.

H_0 ditolak bila : $t_{hitung} < -t_{\alpha/2}$ atau $t_{hitung} > t_{\alpha/2}$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5 %, secara parsial variabel-variabel *Islamic financial design* yang terdiri dari *non-debt tax shield*, *profitability*, *bankruptcy cost*, *firm size*, *firm age*, *growth opportunity*, *volatility of earnings*, dan *profit loss sharing* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan struktur modal.

B. Uji F

Uji F dilakukan untuk mengetahui pengaruh secara simultan variabel-variabel *Islamic financial design* yang terdiri dari *non-debt tax shield*, *profitability*, *bankruptcy cost*, *firm size*, *firm age*, *growth opportunity*, *volatility of earnings*, dan *profit loss sharing* terhadap kebijakan struktur modal. Langkah-langkah untuk melakukan uji F adalah sebagai berikut:

a. Merumuskan hipotesis statistik

$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = \beta_7 = \beta_8 = 0$; berarti secara simultan, variabel-variabel *Islamic financial design* yang terdiri dari *non-debt tax shield, profitability, bankruptcy cost, firm size, firm age, growth opportunity, volatility of earnings*, dan *profit loss sharing* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

$H_1 : \text{salah satu } \beta_i \neq 0$; berarti secara simultan variabel-variabel *Islamic financial design* yang terdiri dari *non-debt tax shield, profitability, bankruptcy cost, firm size, firm age, growth opportunity, volatility of earnings*, dan *profit loss sharing* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan struktur modal perusahaan.

b. Mengukur nilai $F_{\text{hitung}} = \frac{R^2 / (k-1)}{(1-R^2) / (n-k)}$

Keterangan:

R^2 : koefisien determinasi

k : jumlah variabel bebas

n : jumlah pengamatan

c. Menentukan tingkat signifikansi (α) yaitu sebesar 5 % dengan tingkat kebebasan (df) sebesar $V_1 = k - 1$ dan $V_2 = n - k$

d. Nilai F_{hitung} dibandingkan dengan F_{tabel} maka:

H_0 diterima bila $F_{hitung} < F_{\alpha, v_1, v_2}$, artinya secara simultan simultan variabel-variabel *Islamic financial design* yang terdiri dari *non-debt tax shield, profitability, bankruptcy cost, firm size, firm age, growth opportunity, volatility of earnings*, dan *profit loss sharing* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan struktur modal.

H_0 diterima bila $F_{hitung} > F_{\alpha, v_1, v_2}$, artinya secara simultan simultan variabel-variabel *Islamic financial design* yang terdiri dari *non-debt tax shield, profitability, bankruptcy cost, firm size, growth opportunity, volatility of earnings*, dan *profit loss sharing* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan struktur modal

4. Mengidentifikasi gejala asumsi klasik yang timbul dalam model regresi.

Nilai galat dari persamaan hasil regresi harus diuji untuk mengetahui apakah terdapat gejala penyimpangan terhadap asumsi-asumsi klasik yang meliputi:

A. Uji Normalitas

Asumsi tentang distribusi variabel gangguan adalah bahwa variabel u diasumsikan berdistribusi normal yang berarti bahwa nilai-nilai u yang kecil mempunyai peluang lebih besar untuk teramati (muncul) dibandingkan nilai-nilai u yang besar. Asumsi normalitas diperlukan untuk membangun uji-uji statistik tentang parameter model. Jika asumsi normalitas tidak terpenuhi, maka koefisien penduga parameter model masih bersifat tidak bias dan terbaik, tetapi tingkat

keandalan penduga secara statistik klasik seperti uji t, uji F, uji χ^2 , dibangun berlandaskan pada asumsi distribusi normal. Untuk mengetahui normalitas dari distribusi gangguan u , digunakan metode grafik dimana deteksi tentang asumsi ini dapat dilihat dari penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik. Dasar pengambilan keputusan:

1. Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis tersebut, maka model regresi memenuhi asumsi ini.
2. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi ini.

Kemudian dengan menggunakan tes Kolmogorov-Smirnov yakni dengan melihat besarnya Kolmogorov-Smirnov Z , bila tidak signifikan maka berarti H_0 diterima sehingga data terdistribusi dengan normal!

B. Uji Multikolinieritas

Salah satu asumsi model linier klasik adalah tidak adanya multikolinieritas diantara variabel-variabel bebas. Multikolinieritas terjadi bila ada korelasi diantara variabel-variabel bebas. Gejala multikolinieritas yang cukup tinggi dapat menyebabkan *standard error* dari koefisien regresi masing-masing variabel bebas menjadi sangat tinggi. Identifikasi statistik ada tidaknya gejala multikolinieritas dapat dilakukan dengan menghitung *Variance Inflation Factor (VIF)* sebagai berikut:

$$VIF = \frac{1}{1 - R_j^2}$$

Keterangan:

R_j^2 = Koefisien determinasi

VIF yang lebih dari 5 menunjukkan bahwa variabel bebas mengalami gejala multikolinieritas, yang berarti bahwa variabel bebas berkorelasi dengan variabel bebas lain. Untuk menanggulangi gejala multikolinieritas, maka salah satu variabel bebas yang berkorelasi harus dihilangkan karena sudah terwakili oleh variabel bebas lain, sehingga tidak dibutuhkan dalam model regresi. Selain itu, ukuran sampel yang terlalu kecil dapat menimbulkan gejala multikolinieritas, sehingga memperbesar ukuran sampel merupakan salah satu cara untuk menanggulangi gejala multikolinieritas.

C. Uji Autokorelasi

Model regresi yang mengalami gejala autokorelasi memiliki standard error yang sangat besar sehingga model regresi kemungkinan besar tidak signifikan. Autokorelasi terjadi karena bentuk gangguan dari pengamatan yang berbeda bersifat tidak bebas, atau terdapat korelasi diantara bentuk gangguan yang ada dalam regresi populasi. Salah satu cara yang dapat digunakan untuk menguji gejala autokorelasi adalah dengan uji Durbin Watson. Langkah-langkah uji Durbin Watson adalah sebagai berikut:

a. Merumuskan hipotesis statistik

$H_0 : \rho = 0$, berarti tidak terdapat autokorelasi

$H_1 : \rho \neq 0$, berarti terdapat autokorelasi

- b. Menghitung nilai statistik Durbin Watson, dengan rumus sebagai berikut:

$$d = \frac{\sum_{t=2}^n (\varepsilon_t - \varepsilon_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n \varepsilon_t^2}$$

Keterangan :

d = nilai statistik Durbin Watson

ε_t = nilai residual pada periode t

ε_{t-1} = nilai residual pada periode t-1

- c. Menentukan tingkat signifikan (α) yaitu sebesar 5 % dengan tingkat kebebasan, $v = n - k - 1$, dengan k adalah jumlah variabel bebas.
- d. Menentukan batas-batas d_U dan d_L tabel berdasarkan jumlah pengamatan dan jumlah variabel bebas.
- e. Nilai d hitung dibandingkan dengan nilai d tabel:

Jika :

$d < -2$: menolak H_0 , terdapat autokorelasi positif

$d > 2$: menolak H_0 , terdapat autokorelasi negatif

$-2 < d < 2$: tidak menolak H_0 , tidak ada autokorelasi

D. Uji Heterokedastisitas

Asumsi penting lain yang berhubungan dengan distribusi dari variabel gangguan u , adalah bahwa ragam dari setiap nilai gangguan, adalah sama untuk semua nilai dari variabel penjelas X . Untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan atas

asumsi ini, dalam penelitian ini digunakan metode grafik dengan cara meregresikan nilai residual ($Y_{\text{prediksi}} - Y_{\text{sesungguhnya}}$) terhadap nilai Y_{prediksi} . Dasar pengambilan keputusan :

1. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), berarti telah terjadi heterokedastisitas.
2. Jika ada pola yang tidak jelas dari titik-titik dalam grafik yang dihasilkan, berarti tidak terjadi heterokedastisitas (asumsi homokedastisitas terpenuhi).



BAB IV

PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian

Bursa Efek Jakarta adalah salah satu bursa saham yang dapat memberikan peluang investasi dan sumber pembiayaan dalam upaya mendukung pembangunan ekonomi nasional. Bursa Efek Jakarta berperan juga dalam upaya mengembangkan pemodal lokal yang besar dan solid untuk menciptakan pasar modal Indonesia yang stabil. Bursa Efek Jakarta (BEJ) berdiri pada tanggal 16 Juni 1989, namun mulai aktif sejak tanggal 10 Agustus 1978 yang ditandai dengan *go public*-nya P.T. Semen Cibinong sebagai perusahaan pertama yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Tahun 1995 adalah tahun BEJ memasuki babak baru. Pada 22 Mei 1995, BEJ meluncurkan Jakarta Automated Trading System (JATS), sebuah sistem perdagangan otomatis yang menggantikan sistem perdagangan manual. Sistem baru ini dapat memfasilitasi perdagangan saham dengan frekuensi yang lebih besar dan lebih menjamin kegiatan pasar yang fair dan transparan dibanding sistem perdagangan manual. Penelitian ini menggunakan 3 sampel perusahaan yang menggunakan pendanaan *mudharabah*, yaitu : PT. Adhi Karya Tbk, PT PP London Sumatra, PT Semen Gresik Tbk.

2.1.1. PT. Adhi Karya Tbk.

Nama Adhi Karya untuk pertama kalinya tercantum dalam Surat Keputusan Menteri Pekerjaan Umum dan Tenaga Kerja tanggal 11 Maret 1960. Kemudian berdasarkan Peraturan Pemerintah No. 65 tahun 1961 Adhi Karya ditetapkan menjadi

Perusahaan Negara Adhi Karya. Pada tahun itu juga, berdasarkan PP yang sama Perusahaan Bangunan bekas milik Belanda yang telah dinasionalisasikan, yaitu *Associatie NV*, dilebur ke dalam Perusahaan. PT Adhi Karya (Persero) Tbk. didirikan pada tahun 1974. Selanjutnya pada tanggal 1 Juni 1974, bentuk hukum Perusahaan menjadi Perseroan Terbatas berdasarkan Akta No. 1 tanggal 1 Juni 1974 juncto Akta perubahan No. 2 tanggal 3 Desember tahun 1974, keduanya dibuat di hadapan Kartini Mulyadi, SH, Notaris di Jakarta. Perubahan terakhir berdasarkan Rapat Umum Pemegang Saham tanggal 17 Nopember 2003 melalui Keputusan Menteri Badan Usaha Milik Negara No. Kep-289/MBU/2003 tanggal 17 Nopember 2003, pemegang saham menyetujui untuk melakukan perubahan Anggaran Dasar dalam rangka Penawaran Umum kepada masyarakat, termasuk perubahan nama Perusahaan yang diubah menjadi PT Adhi Karya (Persero) Tbk sebagaimana dalam Akta Perubahan Anggaran Dasar No.35 tanggal 18 Nopember 2003 yang dibuat oleh Imas Fatimah, SH. Notaris di Jakarta. Akta tersebut telah memperoleh persetujuan dari Menteri Kehakiman dan Hak Asasi Manusia Republik Indonesia berdasarkan Surat Keputusannya No. C-28630 HT.01.04 tahun 2003 tanggal 8 Desember 2003 dan telah didaftarkan dalam Daftar Perusahaan pada Kantor Pendaftaran Perusahaan Kotamadya Jakarta Selatan No. 008/RUB 00.03/1/2004 tanggal 2 Januari 2004.

2.1.2. PT. PP. London Sumatra Tbk.

PT Perusahaan Perkebunan London Sumatra Indonesia Tbk didirikan berdasarkan akta notaris Raden Kadiman No. 93 tanggal 18 Desember 1962 yang diubah dengan akta No. 20 tanggal 9 September 1963. Perusahaan bergerak di bidang

industri perkebunan dengan menanam dan memelihara tanaman kelapa sawit, karet, kakao, kelapa serta teh dan kopi, mengolah hasil perkebunan tersebut dan menjual hasilnya di dalam maupun di luar negeri, dengan proporsi pemasaran lokal dan ekspor sebesar 70% dan 30% (2005: 63% dan 37%). Perusahaan berdomisili di Jakarta dengan kantorkantor cabang operasional berlokasi di Medan dan Palembang. Perusahaan pada saat ini sedang mengusahakan perkebunan yang telah menghasilkan dan belum menghasilkan seluas masing-masing 67.722 hektar (2005: 68.015 hektar) dan 12.663 hektar (2005: 11.862 hektar) di Sumatera Utara, Sumatera Selatan, Jawa, Kalimantan Timur, Sulawesi Utara dan Sulawesi Selatan. Produk utama adalah minyak kelapa sawit dan karet, serta sebagian kecil kakao, teh, kopi dan bibit. Disamping mengelola perkebunannya sendiri, Perusahaan juga mengelola perkebunan di atas tanah yang dimiliki petani kecil setempat (perkebunan plasma) sesuai dengan pola perkebunan “inti plasma” yang dipilih pada saat Perusahaan melakukan ekspansi perkebunan di Sumatera Selatan dan sebagian kecil di Sulawesi dan Kalimantan pada tahun 1994. Pada tanggal 7 Juni 1996, Perusahaan memperoleh pernyataan efektif dari Ketua Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) dengan suratnya No. S- 912/PM/1996 untuk melakukan penawaran umum saham perdana atas 38.800.000 saham Perusahaan kepada masyarakat. Pada tanggal 5 Juli 1996 saham tersebut telah dicatatkan pada Bursa Efek Jakarta. Pada tanggal 16 Juni 1997 Perusahaan mengeluarkan saham bonus sebanyak 283.274.421 saham yang berasal dari kapitalisasi agio saham hasil penawaran umum saham perdana. Pada tanggal 24 Juli 1997 saham tersebut telah dicatatkan pada Bursa Efek Jakarta dan Surabaya.

2.1.3. PT. Semen Gresik Tbk.

PT Semen Gresik (Persero) Tbk didirikan dengan nama NV Pabrik Semen Gresik pada tanggal 25 Maret 1953 dengan Akta Notaris Raden Mr. Soewandi No. 41. Pada tanggal 17 April 1961, NV Pabrik Semen Gresik dijadikan Perusahaan Negara (Persero) berdasarkan Peraturan Pemerintah No.132 tahun 1961, kemudian berubah menjadi PT Semen Gresik (Persero) berdasarkan Akta Notaris J.N. Siregar, S.H. No. 81 tanggal 24 Oktober 1969. Anggaran Dasar Perseroan telah mengalami beberapa kali perubahan dan yang terakhir berdasarkan Akta Notaris Ny. Poerbaningsih Adi Warsito, S.H. No. 12 tanggal 5 Maret 1999 mengenai perubahan pemegang saham serta susunan, tugas dan wewenang Dewan Direksi dan Dewan Komisaris. Perubahan tersebut disetujui oleh Menteri Kehakiman Republik Indonesia dengan Surat Keputusan No.C-5470-HT.01.04-TH.99 tanggal 29 Maret 1999 dan diumumkan dalam Lembaran Berita Negara Republik Indonesia No. 47 tanggal 11 Juni 1999, tambahan No. 157. Ruang lingkup kegiatan Perseroan dan anak perusahaan meliputi berbagai kegiatan industri, namun kegiatan utamanya adalah dalam sektor industri semen. Lokasi pabrik berada di Gresik dan Tuban di Jawa Timur, Indarung di Sumatera Barat serta Pangkep di Sulawesi Selatan. Hasil produksi Perseroan dan anak perusahaan dipasarkan di dalam dan di luar negeri. Perseroan berkedudukan dan berkantor pusat di Jl. Veteran, Gresik 61122, Jawa Timur. Perseroan memulai kegiatan komersialnya pada tanggal 7 Agustus 1957.

4.2. Deskripsi Hasil Penelitian

Perusahaan yang dijadikan sebagai obyek dalam penelitian ini adalah kelompok perusahaan-perusahaan yang menggunakan pendanaan *mudharabah* di Bursa Efek Jakarta selama rentang waktu 2004-2005 dengan data periode triwulanan. Berdasarkan kriteria pemilihan sampel, maka perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel penelitian berjumlah 3 sampel perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang menggunakan pendanaan *mudharabah* di Bursa Efek Jakarta antara periode 2004-2005 tersebut antara lain : PT. Adhi Karya (Persero) Tbk, PT. PP London Sumatra Tbk, dan PT. Semen Gresik (Persero) Tbk. Deskripsi umum dari obyek penelitian berdasarkan variabel dalam model penelitian ditunjukkan pada tabel 4.1 berikut:

Tabel 4.1
Deskripsi Variabel Tahun 2004 – 2005

Variabel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Standar Deviasi
CS	0.174601	1.847575	0.937654	0.54889
NDTS	0.0003	0.0958	0.0144	0.027
NPM	-0.664	0.2274	0.0188	0.1939
BC	0.9979	156.68	13.835	34.192
SIZE	12.6931085	15.6184666	14.1373273	0.89043972
AGE	4.718499	5.347108	5.05499095	0.24744754
PLS	0.0395	0.6801	0.2725	0.1994

Sumber: Data yang diolah

Pada tabel 4.1 terlihat bahwa secara keseluruhan selama periode penelitian rata-rata rasio struktur modal (CS) adalah 93,76%. Perusahaan yang memiliki rasio

struktur modal (CS) perusahaan tertinggi selama periode penelitian adalah PT Adhi Karya Tbk pada triwulan ketiga tahun 2004, yaitu sebesar 184,75 %. Perusahaan yang memiliki rasio struktur modal terendah selama periode penelitian adalah PT. Semen Gresik Tbk pada triwulan ketiga tahun 2005, yaitu sebesar 17,46 %. Standart deviasi secara keseluruhan selama periode penelitian rasio struktur modal (CS) adalah sebesar 54,88%.

Rata-rata *Non-debt tax sheild* (NDTS) selama periode penelitian adalah 1,44%. Perusahaan yang memiliki *Non-debt tax sheild* tertinggi selama periode penelitian adalah PT. Adhi Karya Tbk pada triwulan keempat tahun 2004, yaitu sebesar 9,58%. Perusahaan yang memiliki *Non-debt tax sheild* terendah selama periode penelitian adalah PT. Adhi Karya Tbk pada triwulan pertama tahun 2005, yaitu sebesar 0,03%. Standart deviasi secara keseluruhan selama periode penelitian *Non-debt tax sheild* adalah sebesar 2,7%.

Rata-rata Profitabilitas (NPM) selama periode penelitian adalah 1,88%. Perusahaan yang memiliki Profitabilitas tertinggi selama periode penelitian adalah PT. PP London Sumatra Tbk pada triwulan ketiga tahun 2005, yaitu sebesar 22,73%. Perusahaan yang memiliki Profitabilitas terendah selama periode penelitian adalah PT. PP London Sumatera Tbk pada triwulan kedua tahun 2004, yaitu sebesar -66,4%. Standart deviasi secara keseluruhan selama periode penelitian Profitabilitas adalah sebesar 19,39%.

Rata-rata selama periode penelitian *banckruptcy cost* (BC) adalah 1383,5x perusahaan yang memiliki *banckruptcy cost* tertinggi selama periode penelitian

adalah PT. PP London Sumatra Tbk pada triwulan pertama tahun 2004, yaitu sebesar 15668,3x. Perusahaan yang memiliki *bankruptcy cost* terendah selama periode penelitian adalah PT. Adhi Karya Tbk pada triwulan pertama tahun 2004, yaitu sebesar 99,79x. Standar deviasi secara keseluruhan selama periode penelitian *bankruptcy cost* adalah sebesar 3419,2x.

Rata-rata *firm size* (SIZE) selama periode penelitian adalah 1413,73%. Perusahaan yang memiliki *firm size* tertinggi selama periode penelitian adalah PT. Semen Gresik Tbk pada triwulan keempat tahun 2004, yaitu sebesar 1561,84%. Perusahaan yang memiliki *firm size* terendah selama periode penelitian adalah PT. Adhi Karya Tbk pada triwulan pertama tahun 2004, yaitu sebesar 1269,31%. Standar deviasi secara keseluruhan selama periode penelitian *firm size* adalah sebesar 89,04%.

Rata-rata *firm age* (AGE) selama periode penelitian adalah 500,054%. Perusahaan yang memiliki *firm age* tertinggi selama periode penelitian adalah PT. Semen Gresik Tbk pada triwulan ketiga tahun 2005, yaitu sebesar 534,71%. Perusahaan yang memiliki *firm age* terendah selama periode penelitian adalah PT. Adhi Karya Tbk pada triwulan pertama tahun 2004, yaitu sebesar 471,84%. Standar deviasi secara keseluruhan selama periode penelitian *firm age* adalah sebesar 24,74%.

Rata-rata *profit loss sharing* (PLS) selama periode penelitian adalah 27,25%. Perusahaan yang memiliki *profit loss sharing* tertinggi selama periode penelitian adalah PT. PP London Sumatra Tbk pada triwulan pertama tahun 2004, yaitu sebesar 68,01%. Perusahaan yang memiliki *profit loss sharing* terendah selama periode penelitian adalah PT. Adhi Karya Tbk pada triwulan pertama tahun 2004, yaitu

sebesar 3,95%. Standar deviasi secara keseluruhan selama periode penelitian *profit loss sharing* adalah sebesar 19,94%.

4.3. Analisis Model dan Pembuktian Hipotesis

Dalam meneliti pengaruh variabel *non-debt tax shield*, *profitability*, *bankruptcy cost*, *firm size*, *firm age* dan *profit loss sharing* terhadap struktur modal digunakan analisis regresi linier berganda. Hasil estimasi persamaan regresi tersebut ditunjukkan pada tabel 4.2 dibawah ini:

Tabel 4.2

Hasil Uji Pengaruh Variabel -Variabel *Islamic Financial Design*
terhadap Struktur Modal

Variable	Coefficient	Tolerance	VIF	t-Statistic	Prob.
C	9.596			14.522	0.000
NDTS	4.192	0.581	1.721	3.019	0.009
NPM	-1.048	0.671	1.489	-5.816	0.000
BC	0.00234	0.338	2.955	1.627	0.126
SIZE	-0.05431	0.433	2.308	-1.112	0.285
AGE	-1.575	0.474	2.109	-9.374	0.000
PLS	0.00735	0.319	3.137	0.029	0.977
R-squared		0.962			
Adjusted R-squared		0.946			
F-statistic		58.917			
Prob(F-statistic)		0.000			
Durbin-Watson stat		1.899			

Sumber: Data yang diolah

Berdasarkan hasil estimasi yang dilakukan, tanda negatif pada koefisien regresi NPM, SIZE, dan AGE menunjukkan bahwa variabel *profitability*, *firm size* dan *firm*

age mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal. Tanda positif pada koefisien regresi NDTS, BC, dan PLS menunjukkan bahwa *non-debt tax shield*, *bankruptcy cost*, dan *profit loss sharing* mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.

Koefisien regresi NDTS = 4,192 menyatakan bahwa setiap peningkatan *non-debt tax shield* sebesar 1% akan meningkatkan struktur modal sebesar 4,192% dengan asumsi faktor lainnya tetap. Koefisien regresi NPM = -1,048 menyatakan bahwa setiap peningkatan *profitability* sebesar 1% akan menurunkan struktur modal sebesar 1,048%. Hal ini juga berlaku pada koefisien regresi lainnya, seperti : BC, SIZE, AGE, dan PLS.

Hasil uji t menunjukkan variabel BC, SIZE, dan PLS memiliki tingkat signifikansi diatas 5% sehingga dinyatakan tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa secara individual *bankruptcy cost*, *firm size*, dan *profit loss sharing* mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap struktur modal. Hasil uji t juga menunjukkan variabel NDTS, NPM dan AGE memiliki tingkat signifikansi dibawah 5% sehingga dinyatakan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa secara individual *non-debt tax shield*, *profitability* dan *firm age* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

Hasil uji F menunjukkan bahwa F hitung = 58.917 dengan tingkat signifikansi = 0.000. Hasil tersebut menunjukkan bahwa uji F memiliki tingkat signifikansi dibawah 5% sehingga dinyatakan signifikan. Hal ini berarti bahwa variabel bebas secara

simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel tergantung. Nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,962 berarti bahwa 96,2% variabilitas variabel tergantung dapat dijelaskan oleh variabel bebas yang digunakan, sedangkan sisanya sebesar 3,8% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam model penelitian.

4.3.1. Pengujian Penyimpangan Asumsi Regresi Klasik

Model persamaan regresi berganda harus bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*), artinya pengambilan keputusan melalui uji t dan uji F tidak boleh bias. Untuk menghasilkan keputusan BLUE maka harus dipenuhi empat asumsi dasar yaitu: normalitas, multikolinieritas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas.

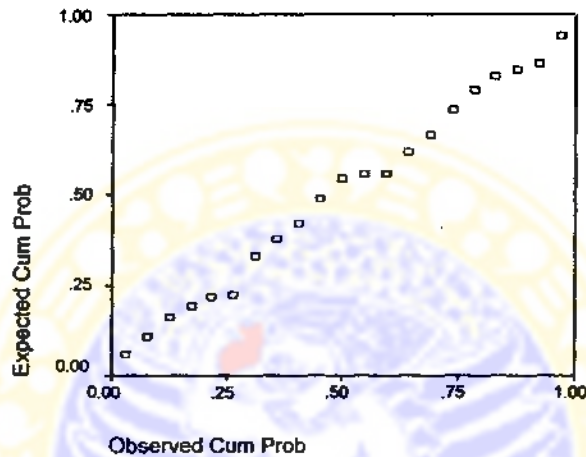
4.3.1.1. Uji Normalitas

Untuk mengetahui normalitas dari distribusi gangguan u , digunakan metode grafik dimana deteksi tentang asumsi ini dapat dilihat dari penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik. Jika data menyebar disekitar garis dan mengikuti arah garis tersebut, maka asumsi kenormalan terpenuhi. Gambar 4.1 menunjukkan bahwa hasil pengujian asumsi normalitas menunjukkan pola data menyebar disekitar garis dan mengikuti arah garis sehingga dapat disimpulkan bahwa persamaan regresi berdistribusi normal. Kemudian dengan melihat besarnya Kolmogorov-Smirnov Z pada tabel 4.3 adalah 0,488 dan tidak signifikan pada 0,971 yang berarti H_0 diterima sehingga data terdistribusi dengan normal.

Gambar 4.1

Hasil Pengujian Asumsi Normalitas

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residuals
 Dependent Variable: CS



Sumber: Lampiran 3

Tabel 4.3

Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Z

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

			Unstandardized Residual
N			21
Normal Parameters	a,b	Mean	5.210972E-10
		Std. Deviation	.1071317
Most Extreme Differences		Absolute	.107
		Positive	.107
		Negative	-.077
Kolmogorov-Smirnov Z			.488
Asymp. Sig. (2-tailed)			.971

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Lampiran 3

4.3.1.2. Uji Multikolinieritas

Identifikasi secara statisik tentang ada atau tidaknya gejala multikolinieritas dapat dilakukan dengan menghitung *Variance Inflation Factor (VIF)* dan dilihat dari nilai tolerance. Apabila VIF lebih kecil dari 5 maka berarti tidak terjadi multikolinieritas pada persamaan regresi linear. Bila nilai tolerance lebih dari 0.10 berarti tidak ada korelasi antar variabel independen yang nilainya lebih dari 95 % maka tidak terjadi multikolinieritas. Pada Tabel 4.2 menunjukkan tidak ada variabel independen yang memiliki nilai tolerance lebih dari 0.10 yang berarti tidak ada korelasi antar variabel independen yang nilainya lebih dari 95 % dan hasil perhitungan dari *Variance Inflation Factor (VIF)* juga menunjukkan hal yang sama tidak ada satu variabel independen yang memiliki nilai VIF lebih dari 10. jadi dapat disimpulkan bahwa tidak ada gejala multikolonieritas antar variabel independaen dalam model regresi.

4.3.1.3. Uji Autokorelasi

Berdasarkan Tabel 4.2 diketahui bahwa Durbin Watson test (d) = 1,899. Menurut Singgih Santoso (2004: 218-219) untuk mendeteksi gejala autokorelasi secara umum bisa diambil patokan:

1. Angka $D - W$ di bawah -2 berarti ada autokorelasi positif.
2. Angka $D - W$ di antara -2 sampai +2, berarti tidak ada autokorelasi.
3. Angka $D - W$ di atas +2 berarti ada autokorelasi negatif.

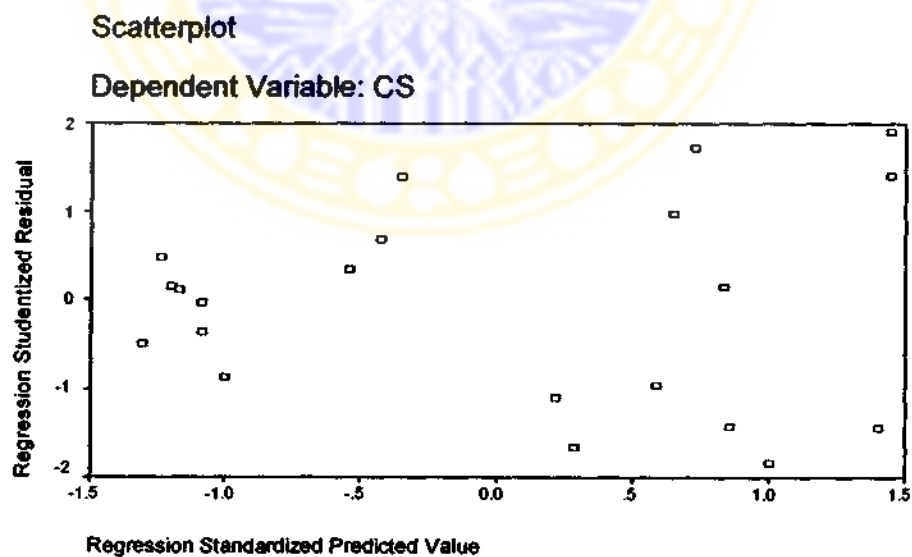
Dari angka-angka tersebut dapat diketahui bahwa nilai d jatuh pada daerah $-2 < d < 2$ atau $-2 < 1,899 < 2$, berarti dapat diambil kesimpulan tidak terjadi autokorelasi.

4.3.2.4. Pengujian Asumsi Heteroskedastisitas

Asumsi menyatakan bahwa ada hubungan antara nilai residual dengan variabel bebas dalam model, atau kesalahan pengganggu mempunyai variabel yang sama. Jika asumsi ini tidak terpenuhi, maka terjadi gejala heteroskedastisitas. Gambar 4.2 hasil pengujian heteroskedastisitas menunjukkan pola sampel yang menyebar dan titik-titik sampel tidak membentuk suatu pola tertentu sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada penelitian ini.

Gambar 4.2

Hasil Pengujian Asumsi Heteroskedastisitas



Sumber: Lampiran 3

4.4. Pembahasan

4.4.1. Pengaruh *Non-Debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *non-debt tax shield* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, artinya pada perusahaan yang dijadikan sampel semakin besar *non-debt tax shield* maka semakin besar struktur modal perusahaan. Hal ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa semakin besar *non-debt tax shield* ditandai dengan meningkatnya beban depresiasi menunjukkan aktiva tetap yang dijadikan jaminan (*collateral asset*) untuk memperoleh kredit semakin besar. Salah satu unsur dari *non-debt tax shield* adalah beban depresiasi. Meningkatnya beban depresiasi akan membuat aktiva tetap yang dijaminakan untuk memperoleh kredit semakin besar, kepercayaan kreditur akan meningkat sehingga biaya keagenan hutang akan menurun, dengan demikian perusahaan memiliki kesempatan lebih besar untuk mendapatkan proporsi hutang yang lebih tinggi. Perusahaan dapat memiliki tingkat hutang yang menguntungkan apabila memiliki *tangible asset* yang tinggi dan tingkat depresiasi yang tinggi pula, karena para kreditor yang memberikan pinjaman dananya akan mempertimbangkan faktor struktur modal dan aset perusahaan. Pertimbangan struktur modal berkaitan dengan struktur pendanaan perusahaan sedangkan aset lebih mengarah pada ada tidaknya jaminan atas pinjaman dana (hutang) yang diberikan. Kesignifikan dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pihak manajemen perusahaan disarankan untuk mempertimbangkan variabel *non-debt tax shield* sebelum mengambil keputusan

dalam kebijakan struktur modal. Bagi pihak kreditur dan investor juga hendaknya mempertimbangkan variabel *non-debt tax shield* sebelum memberikan dana pinjaman ataupun investasi kepada perusahaan.

4.4.2. Pengaruh *Profitability* terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *profitability* mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Tanda negatif menunjukkan arah hubungan ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai penggunaan dana internal yang berasal dari laba ditahan daripada dana eksternal yang berasal dari hutang. Kesignifikan dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pihak manajemen perusahaan disarankan untuk mempertimbangkan variabel *profitability* sebelum mengambil keputusan dalam kebijakan struktur modal. Bagi pihak kreditur dan investor juga hendaknya disarankan untuk terlebih dahulu mempertimbangkan variabel *profitability* sebelum memberikan dana pinjaman ataupun investasi kepada perusahaan. Keuntungan yang tinggi akan membuat semakin besar dana yang dapat diakumulasikan sebagai laba ditahan sehingga kebutuhan dana perusahaan dapat ditunjang dari sumber dana ini. Penggunaan dana internal sebagai alternatif pertama dalam aktivitas pendanaan karena didorong oleh keinginan meminimalkan masalah dan biaya yang menyertai pendanaan eksternal. Masalah yang mungkin akan muncul dari penggunaan dana eksternal antara lain adanya perjanjian-perjanjian dengan kreditur yang dapat membatasi keputusan pendanaan perusahaan dimasa yang akan datang atau adanya kecenderungan harga saham lama perusahaan akan turun ketika

perusahaan menerbitkan saham baru. Kelebihan pendanaan dengan menggunakan laba ditahan adalah jangka waktu penggunaan dana yang tidak terbatas, biaya atas penggunaan dana relatif aman (tingkat resiko yang relatif kecil). Dengan demikian perusahaan yang mempunyai tingkat profitabilitas yang tinggi akan cenderung memiliki tingkat hutang yang rendah atau sebaliknya. Semakin besar keuntungan perusahaan yang dapat diinvestasikan kedalam perusahaan untuk menambah modal sendiri akan menurunkan struktur modalnya.

4.4.3. Pengaruh *Bankruptcy Cost* terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *bankruptcy cost* mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap struktur modal, artinya pada perusahaan yang dijadikan sampel semakin tinggi rasio *time interest earning* (TIE) maka semakin rendah biaya kebangkrutan sehingga semakin tinggi pula proporsi hutang jangka panjang perusahaan. Hal ini sesuai dengan teori yang menyatakan rendahnya biaya kebangkrutan yang diukur dengan rasio *time interest earning* (TIE) mengindikasikan tingkat kemampuan perusahaan dalam mengatasi kebangkrutan yang tinggi. Meningkatnya rasio *time interest earning* (TIE) menyebabkan komposisi struktur modal perusahaan menjadi meningkat pula. Ketidaksignifikan hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa *bankruptcy cost* tidak mempengaruhi struktur modal perusahaan. Ketidaksignifikan ini terjadi karena ada perusahaan sampel yang menerbitkan hutang baru meskipun nilai rasio TIE-nya kecil (dibawah rata-rata=13,835x). Perusahaan yang dimaksud adalah PT Adhi Karya Tbk. Pada awal

triwulan 2005 PT Adhi Karya Tbk mempergunakan hutang baru yakni sebesar Rp. 60.000.000.000 dari Bank Bukopin dan Rp. 145.528.152.379 dari Bank BNP46. Penggunaan hutang baru yang cukup besar ini akan mengakibatkan tingginya tingkat beban bunga. Hal lain yang membuat penelitian ini menjadi tidak signifikan adalah periode angsuran dari PT. Adhi Karya Tbk tidak sama dengan periode angsuran dari 2 sampel lainnya. PT. Adhi Karya memiliki periode angsuran bulanan dan juga tahunan, sedangkan PT. Semen Gresik Tbk. dan PP. London Sumatera Tbk. hanya memiliki periode angsuran tahunan. Hal ini mengakibatkan beban bunga pada PT. Adhi Karya memiliki proporsi yang tinggi bila dilihat dari data triwulanan.

Tabel 4.4

Sampel Perusahaan yang Mempunyai Rasio TIE dibawah Rata-rata

Kode	Periode	BC
ADHI	Triwulan 1 2004	0.99788
ADHI	Triwulan 2 2004	1.09379
ADHI	Triwulan 3 2004	1.52336
ADHI	Triwulan 4 2004	1.7455
LSIP	Triwulan 4 2004	5.68977
ADHI	Triwulan 1 2005	1.3828
ADHI	Triwulan 2 2005	1.33278
ADHI	Triwulan 3 2005	1.5739

Sumber : Lampiran 3

Keseluruhan dari periode penelitian yang didapat dari PT. Adhi karya menunjukkan rasio TIE-nya berada dibawah rata-rata (kurang dari 13,835x). Tingginya tingkat bunga akan membuat rasio TIE menjadi kecil. Hal ini terbukti bahwa ada 8 pengamatan sampel perusahaan (7 diantaranya merupakan PT Adhi

Karya Tbk) yang mempunyai rasio TIE di bawah rata-rata (13,835x). Hal ini menunjukkan bahwa 38% dari sampel pengamatan, mempunyai pengaruh yang kecil terhadap struktur modalnya. Hal inilah yang membuat variabel *bankruptcy cost* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

4.4.4 Pengaruh *Firm Size* terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *firm size* mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal, artinya pada perusahaan yang dijadikan sampel semakin besar *firm size* maka semakin kecil proporsi hutang jangka panjang perusahaan. Hal ini sesuai dengan teori yang menyatakan pada dasarnya ukuran perusahaan adalah besarnya kekayaan yang dilihat dari kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan. Hal itu dapat tercermin dari tingkat penjualan yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut. Makin besar tingkat penjualan perusahaan mengindikasikan bahwa makin besar suatu perusahaan dan makin besar pula pendapatan yang diperoleh. Pendapatan yang makin besar mengindikasikan bahwa perusahaan akan lebih mampu untuk menyediakan informasi sekuritas yang sensitif seperti saham. Oleh karena itu perusahaan cenderung untuk memiliki komposisi hutang jangka panjang yang kecil.

Ketidaksignifikannya hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa *firm size* tidak mempengaruhi struktur modal perusahaan. Hal ini disebabkan pengaruh dari tingkat pendapatan perusahaan yang cukup kecil terhadap komposisi struktur modal perusahaan. Hal ini dapat ditunjukkan dari data empiris pada tabel 4.5 yang

menunjukkan bahwa dari 21 pengamatan sampel perusahaan, ada 15 pengamatan yang mempunyai tingkat pendapatan yang kecil atau di bawah rata-rata (Rp. 1.969.786,05). Hal ini terjadi, terutama pada PT. PP. London Sumatera Tbk yang pada akhirnya menyebabkan *net income*-nya minus pada tahun 2004. Fenomena ini menunjukkan bahwa 75% dari pengamatan sampel perusahaan mempunyai tingkat pendapatan yang rendah dan pengaruh yang kecil terhadap struktur modal. Hal inilah yang membuat variabel *firm size* menjadi tidak signifikan.

Tabel 4.5

Sampel Perusahaan yang Mempunyai Tingkat Pendapatan dibawah Rata-rata

Kode	Periode	Pendapatan
SMSG	Triwulan 1 2004	1,326,939
SMSG	Triwulan 1 2005	1,451,573
LSIP	Triwulan 1 2004	344,611
LSIP	Triwulan 2 2004	749,354
LSIP	Triwulan 3 2004	1,219,797
LSIP	Triwulan 4 2004	1,654,294
LSIP	Triwulan 1 2005	341,363
LSIP	Triwulan 2 2005	774,572
LSIP	Triwulan 3 2005	1,305,602
ADHI	Triwulan 1 2004	325,497
ADHI	Triwulan 2 2004	882,671
ADHI	Triwulan 3 2004	1,603,443
ADHI	Triwulan 1 2005	505,632
ADHI	Triwulan 2 2005	1,099,973
ADHI	Triwulan 3 2005	1,874,049
	Rata-rata	1,969,786.05

Sumber : Lampiran 3

4.4.5 Pengaruh *Firm Age* terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *firm age* (umur perusahaan) mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, artinya pada perusahaan yang dijadikan sampel makin besar *firm age* maka semakin kecil komposisi hutang jangka panjangnya. Kesignifikan dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pihak manajemen perusahaan disarankan untuk mempertimbangkan variabel *firm age* sebelum mengambil keputusan dalam kebijakan struktur modal. Pihak kreditur dan investor juga hendaknya mempertimbangkan variabel *firm age* sebelum memberikan dana pinjaman ataupun investasi kepada perusahaan. Hal ini sesuai dengan teori yang mengatakan perusahaan yang “baru” (baru didirikan) lebih cenderung ingin meminjam daripada perusahaan yang “lama”. Semakin kecil *firm age* perusahaan tersebut, maka perusahaan akan lebih menyukai hutang jangka panjang sehingga komposisi struktur modalnya makin tinggi. Hal ini disebabkan perusahaan “baru” sangat membutuhkan dana segar untuk kebutuhan operasional perusahaannya. Disamping itu proporsi pinjaman hutang jangka panjang yang besar juga ditujukan untuk meningkatkan *cash inflow*-nya. Hal ini yang akan mendongkrak performa dari laporan keuangan perusahaan. Dengan cara ini perusahaan “baru” memikat calon investornya untuk menanamkan modal di perusahaannya.

4.4.6. Pengaruh *Profit Loss Sharing* terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *profit loss sharing* mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap struktur modal. Tanda positif yang menunjukkan

arah hubungan ini sesuai dengan teori yang diajukan, yang menyatakan bahwa semakin tinggi *profit loss sharing* semakin tinggi pula komposisi struktur modal. Makin tinggi komposisi hutang *mudharabah* maka makin kecil komposisi PLS sehingga makin rendah pula komposisi struktur modal. PLS akan berhubungan positif dengan struktur modal. Hal ini mengindikasikan konsep *Islamic financial design* yang menyatakan bahwa dengan memperbesar komposisi pendanaan hutang *mudharabah* maka secara tidak langsung perusahaan disarankan untuk mengurangi tingkat rasio hutangnya dan menggunakan pendanaan ekuitas sebagai gantinya.

Ketidaksignifikannya hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa *profit loss sharing* (PLS) tidak mempengaruhi struktur modal perusahaan. Hal ini disebabkan komposisi dari pendanaan *mudharabah* dibandingkan dengan tingkat *long term debt* pada perusahaan tidak terlalu besar. Pengaruh yang ditimbulkan oleh pendanaan *mudharabah* juga memiliki efek yang kecil pada perusahaan. Rata-rata dari keseluruhan sampel komposisi *mudharabah* mereka, hanya sebesar 3,346%. Ini mengindikasikan masih kurangnya minat perusahaan-perusahaan di Indonesia untuk menggunakan hutang berbasis *profit loss sharing*. Hal ini banyak disebabkan oleh beberapa faktor, misalnya pertama dana yang tersedia pada bank syariah yang ditawarkan pada perusahaan tidak terlalu besar. Kedua karena bank syariah juga tidak berani mengambil resiko karena perusahaan yang didanai dalam proyeknya dapat mengalami kerugian. Faktor lain yakni kurang tersosialisasinya mekanisme kontrak *mudharabah*. Penelitian ini berbeda dengan hasil yang dilakukan di Malaysia. Ghafar b. Ismail (2003) menemukan hasil yang signifikan. Hal ini disebabkan di Malaysia

pertumbuhan bank syariah cukup pesat. Mereka ditunjang dengan kebijakan perbankan pemerintahnya. Oleh karena itu perusahaan-perusahaan di Malaysia banyak yang mempergunakan kontrak hutang dari bank syariah. Berbeda dengan keadaan di Indonesia. Meskipun pihak Bank Indonesia sudah menerapkan *dual banking system* yakni sistem konvensional dan sistem syariah. Perusahaan-perusahaan di Indonesia masih enggan untuk menggunakan pendanaan berbasis syariah. Hal ini disebabkan belum terbuktinya keunggulan bank syariah dibandingkan bank konvensional dan belum diterapkannya 100% sistem perbankan di Indonesia secara murni syariah.

4.4.7. Jakarta Islamic Index (JII)

Bursa Efek Jakarta meluncurkan Jakarta Islamic Index (JII) pada tanggal 3 Juli 2000 yang bertujuan untuk memandu investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah. Jakarta Islamic Index (JII) merupakan satu-satunya instrumen index harga saham syariah. Perusahaan yang masuk kriteria di JII tidak bergerak dalam industri :

1. Produk minuman yang beralkohol.
2. Produk makanan dari daging babi.
3. Industri rokok.
4. Lembaga keuangan konvensional seperti bank dan asuransi.
5. Serta bisnis hiburan seperti hotel, diskotek, tempat judi dan pornografi.

Sampel penelitian yakni : PT. Adhi Karya Tbk, PT. PP. London Sumatra, PT. Semen Gresik merupakan perusahaan-perusahaan yang masuk kriteria Jakarta Islamic Index (JII). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang menggunakan pendanaan *mudharabah* di Indonesia, yakni : PT. Adhi Karya Tbk, PT. PP. London Sumatra, PT. Semen Gresik untuk saat ini belum dapat menerapkan konsep *Islamic financial design*. Hal ini terbukti dari hasil penelitian yang menunjukkan ketidaksignifikan variabel *profit loss sharing*. Ketidaksignifikannya tersebut dikarenakan rata-rata komposisi dari pendanaan *mudharabah* perusahaan, hanya sebesar 3,346 % dari komposisi *long term debt*-nya. Label yang diberikan oleh Jakarta Islamic Index (JII) pada perusahaan-perusahaan sampel penelitian ini sebagai perusahaan yang memenuhi ketentuan investasi syariah adalah kurang tepat. Hal ini disebabkan perusahaan-perusahaan yang menggunakan pendanaan *mudharabah* dan masuk kriteriaa JII terbukti belum menerapkan konsep *Islamic financial design* secara mutlak pada kebijakan pendanaannya.

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan, penelitian ini menghasilkan kesimpulan sebagai berikut:

1. Variabel *non-debt tax shield* berpengaruh positif secara signifikan terhadap struktur modal, sedangkan variabel *profitability* dan *firm age* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap struktur modal.
2. Variabel *bankruptcy cost* dan *profit loss sharing* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal sedangkan variabel *firm size* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal.
3. Berdasarkan hasil uji F menunjukkan bahwa *non-debt tax shield*, *profitability*, *bankruptcy cost*, *firm size*, *firm age*, dan *profit loss sharing* secara bersama-sama mempengaruhi struktur modal.
4. Perusahaan-perusahaan yang menggunakan pendanaan *mudharabah* di Indonesia untuk saat ini belum menerapkan konsep *Islamic financial design*. Hal ini terbukti dari hasil penelitian yang menunjukkan ketidaksignifikan variabel *profit loss sharing*. Ketidaksignifikannya tersebut dikarenakan rata-rata komposisi dari pendanaan *mudharabah* perusahaan, hanya sebesar 3,346 % dari komposisi *long term debt*-nya.

5. Label yang diberikan oleh Jakarta Islamic Index (JII) pada perusahaan-perusahaan sampel penelitian ini sebagai perusahaan yang memenuhi ketentuan syariah adalah kurang tepat. Hal ini disebabkan perusahaan-perusahaan yang menggunakan pendanaan *mudharabah* terbukti belum menerapkan konsep *Islamic financial design*. Dan dapat disimpulkan pula, label yang diberikan pada perusahaan-perusahaan yang masuk kriteria JII lainnya, yang tidak mempergunakan pendanaan berbasis syariah, sudah pasti tidak menerapkan konsep *Islamic financial design*.

5.2 Saran

1. Pihak manajemen perusahaan seharusnya mempertimbangkan variabel *non-debt tax shield*, *profitability* dan *firm age* perusahaan dibanding variabel lainnya dalam pengambilan keputusan kebijakan struktur modal karena *non-debt tax shield*, *profitability* dan *firm age* secara signifikan berpengaruh terhadap kebijakan struktur modal.
2. Bagi kreditur dan investor yang tidak menginginkan adanya kredit macet, hendaknya mempertimbangkan *non-debt tax shield*, *profitability* dan *firm age* perusahaan, sebelum memberikan dana pinjaman kepada perusahaan.
3. Bagi pihak Jakarta Islamic Index (JII) seharusnya lebih jelas didalam menetapkan batasan-batasan pada perusahaan yang masuk kriteria JII. Batasan yang dimaksud adalah batasan minimum dari pendanaan yang berbasis syariah. Hal ini disebabkan pihak JII menyatakan bahwa perusahaan yang

masuk daftar kriteria JII, merupakan perusahaan yang memenuhi ketentuan investasi yang syariah. Padahal terbukti dari hasil penelitian bahwa perusahaan-perusahaan yang menggunakan pendanaan *mudharabah* yang terdaftar di JII hanya berjumlah 3 dan memiliki proporsi rata-rata dibawah 4% dari total hutang jangka panjangnya..JII perlu menetapkan batasan minimum pada perusahaan yang masuk kriterianya, paling tidak 50% dari keseluruhan jumlah pendanaannya adalah berasal dari pendanaan yang syariah.



DAFTAR PUSTAKA

- Antonio, Muhammad S. 2001. *Bank Syariah dari Teori ke Praktik*. Cetakan pertama. Jakarta Gema Insani Press.
- Badi H, Baltagi. 2001. *Econometric Analysis of Panel Data*. Second Edition. John Wiley & Sons Ltd.
- Brigham, Eugene F. dan Joel. F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi 8. Terjemahan. Jakarta. Penerbit Airlangga.
- Brigham, Eugene F. dan J. Fred Weston. 1990. *Essential of Managerial Finance*. Ninth Edition. New York. The Dryden Press
- Brigham, Eugene F. dan Louis C. Gapenski. 1995. *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition. New York. The Dryden Press
- Brigham, Eugene F. dan Philip R Daves. 2004. *Intermediate Financial Management*. Eighth Edition. Ohio. Thomson-South Western.
- Chirinko, Robert S. dan Anuja R. Singha. 2000. Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Working Paper from Department of Economics Emory University Atlanta*. 1-15.
- De Angelo, Hary dan Ronald W. Masulis. 1980. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*. VIII. 3-29.
- Ghafar b. Ismail, Abd. and Ahmad b. Ismail. 2003. Does the Financial Design Affect the Capital Structure. *Journal of International Islamic Banking Conference*. 1-26
- Gujarati, Damodar. 2003. *Basic Econometrics*. Fourth Edition. New York. McGraw Hill.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2002. *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Masulis, Ronald W. 1980. The Effect of Capital Structure Change on Security Prices. *Journal of Financial Economics*. VIII. 139-178.

- Mira, Francisco S. 2002. On Capital Structure in The Small and Medium Enterprises The Spanish Case. *Working Paper Faculty of Social Science*. Cardenal Herera University. No.2. 6-8
- Moyer, R. Charles dan James R. McGuigan. 2003. *Contemporary Financial Management*. Ninth Edition. Ohio. Thomson-South Western.
- Muhammad, M.Ag. 2002. Bank Syariah : Analisis Kekuatan, Peluang, Kelemahan dan Ancaman. Edisi pertama. Yogyakarta: Penerbit Ekonisia.
- Myers S.C. dan Nicholas S. Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decision when Firm have Information that Investor do not have. *Journal of Financial Economics*. XIII. 187-221
- Nigel D, Vidya M. dan Sarmistha. 2005. How Ownership Structure Affects Capital Structure and Firm Performance? Recent Evidence from East Asia. *Working Paper Department of Economics and Finance*. Brunel University. 18-20
- Rachamadi Usman, S.H. 2002. *Aspek-Aspek Hukum Perbankan Islam di Indonesia*. Cetakan ke-1. Bandung. Penerbit PT. Citra Aditya Bakti.
- Santoso, Singgih. 2001. *SPSS : Mengolah Data Statistic secara Profesional*. Cetakan keempat. Jakarta. Penerbit PT.Elex Media Komputindo.
- Santoso, Singgih. 2004. *Buku Latihan SPSS : Statistic Parametrik*. Jakarta. Penerbit PT.Elex Media Komputindo.
- Shumi, Akhtar dan Barry Oliver. 2000. The Determinants of Capital Structure for Japanese Multinational and Domestic Corporations. *Working Paper School of Finance and Applied Statistics*. Faculty of Economics and Commerce. Australian National University. 11-12
- Sudarsono, Heri. 2003. *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah. Deskripsi dan Ilustrasi*. Edisi Dua. Yogyakarta: Ekonosia
- Van Horne, James dan John M. Machowicz. 2005. *Fundamentals of Financial Management*. Twelf edition. Prentice-hall Inc.
- Weston, J.F. dan P.T. Copeland. 1995. *Manajemen Keuangan Jilid 1 & 2*. Edisi 9. Terjemahan. Jakarta. Penerbit Bina Rupa Aksara

Website:

[Http://www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id)



LAMPIRAN 1 :

DATA PERUSAHAAN SAMPEL

**DAFTAR PERUSAHAAN YANG MENGGUNAKAN PENDANAAN
MUDHARABAH DI BURSA EFEK JAKARTA PERIODE 2004-2005**

No	Nama Perusahaan	Periode
1	Semen Gresik (Persero) Tbk	Triwulan 1 2004
2	Semen Gresik (Persero) Tbk	Triwulan 2 2004
3	Semen Gresik (Persero) Tbk	Triwulan 3 2004
4	Semen Gresik (Persero) Tbk	Triwulan 4 2004
5	Semen Gresik (Persero) Tbk	Triwulan 1 2005
6	Semen Gresik (Persero) Tbk	Triwulan 2 2005
7	Semen Gresik (Persero) Tbk	Triwulan 3 2005
8	PP London Sumatera Tbk	Triwulan 1 2004
9	PP London Sumatera Tbk	Triwulan 2 2004
10	PP London Sumatera Tbk	Triwulan 3 2004
11	PP London Sumatera Tbk	Triwulan 4 2004
12	PP London Sumatera Tbk	Triwulan 1 2005
13	PP London Sumatera Tbk	Triwulan 2 2005
14	PP London Sumatera Tbk	Triwulan 3 2005
15	Adhi Karya (Persero) Tbk.	Triwulan 1 2004
16	Adhi Karya (Persero) Tbk.	Triwulan 2 2004
17	Adhi Karya (Persero) Tbk.	Triwulan 3 2004
18	Adhi Karya (Persero) Tbk.	Triwulan 4 2004
19	Adhi Karya (Persero) Tbk.	Triwulan 1 2005
20	Adhi Karya (Persero) Tbk.	Triwulan 2 2005
21	Adhi Karya (Persero) Tbk.	Triwulan 3 2005



LAMPIRAN 2 :

**DATA STRUKTUR MODAL, *NON-DEBT TAX SHIELD,*
PROFITABILITY, BANKRUPTCY COST, FIRM SIZE,
*FIRM AGE & PROFIT LOSS SHARING***

DATA STRUKTUR MODAL

Dalam Jutaan Rupiah

Kode	Periode	Long Term Debt	Total Equity	CS
SMSG	Triwulan 1 2004	1074529	3598238	0.29863
SMSG	Triwulan 2 2004	1201031	3426615	0.3505
SMSG	Triwulan 3 2004	1161939	3612346	0.32166
SMSG	Triwulan 4 2004	1183355	3642347	0.32489
SMSG	Triwulan 1 2005	1172005	3757845	0.31188
SMSG	Triwulan 2 2005	1174142	3807585	0.30837
SMSG	Triwulan 3 2005	732056	4192748	0.1746
LSIP	Triwulan 1 2004	185431	174209	1.06442
LSIP	Triwulan 2 2004	794110	432179	1.83746
LSIP	Triwulan 3 2004	770072	669339	1.1505
LSIP	Triwulan 4 2004	724907	769213	0.9424
LSIP	Triwulan 1 2005	736619	828060	0.88957
LSIP	Triwulan 2 2005	721768	912849	0.79068
LSIP	Triwulan 3 2005	730523	1066053	0.68526
ADHI	Triwulan 1 2004	363309	284890	1.27526
ADHI	Triwulan 2 2004	341764	276418	1.2364
ADHI	Triwulan 3 2004	547599	296388	1.84757
ADHI	Triwulan 4 2004	517724	330478	1.56659
ADHI	Triwulan 1 2005	474720	338679	1.40168
ADHI	Triwulan 2 2005	473188	310475	1.52408
ADHI	Triwulan 3 2005	458311	330115	1.38834
	Rata-rata	739957.24	1574146.1	0.9376543

DATA NON-DEB TAX SHIELD

Dalam Jutaan Rupiah

Kode	Periode	Depresiasi	Total Aktiva	NDTS
SMSG	Triwulan 1 2004	7231	6772216	0.00107
SMSG	Triwulan 2 2004	15877	6921945	0.00229
SMSG	Triwulan 3 2004	24125	6946812	0.00347
SMSG	Triwulan 4 2004	1894	6665831	0.00028
SMSG	Triwulan 1 2005	8445	6560000	0.00129
SMSG	Triwulan 2 2005	18330	6636065	0.00276
SMSG	Triwulan 3 2005	26803	6850218	0.00391
LSIP	Triwulan 1 2004	10766	2082707	0.00517
LSIP	Triwulan 2 2004	24118	2007526	0.01201
LSIP	Triwulan 3 2004	37136	2156091	0.01722
LSIP	Triwulan 4 2004	51985	2632930	0.01974
LSIP	Triwulan 1 2005	19662	2372150	0.00829
LSIP	Triwulan 2 2005	38408	2451128	0.01567
LSIP	Triwulan 3 2005	50780	2666711	0.01904
ADHI	Triwulan 1 2004	633	1450521	0.00044
ADHI	Triwulan 2 2004	597	1824968	0.00033
ADHI	Triwulan 3 2004	174835	1930925	0.09054
ADHI	Triwulan 4 2004	174835	1824282	0.09584
ADHI	Triwulan 1 2005	508	1894344	0.00027
ADHI	Triwulan 2 2005	1018	2134575	0.00048
ADHI	Triwulan 3 2005	3039	1969178	0.00154
	Rata-rata	32905.95	3654815	0.014364

DATA PROFITABILITY

Dalam Jutaan Rupiah

Kode	Periode	Net Income	Sales	NPM
SMSG	Triwulan 1 2004	85060	1326939	0.0641
SMSG	Triwulan 2 2004	184230	3824877	0.04817
SMSG	Triwulan 3 2004	369961	4506373	0.0821
SMSG	Triwulan 4 2004	508915	6067557	0.08387
SMSG	Triwulan 1 2005	115408	1451573	0.07951
SMSG	Triwulan 2 2005	321208	3271968	0.09817
SMSG	Triwulan 3 2005	706372	5470914	0.12911
LSIP	Triwulan 1 2004	70273	344611	0.20392
LSIP	Triwulan 2 2004	-497439	749354	-0.6638
LSIP	Triwulan 3 2004	-352369	1219797	-0.2889
LSIP	Triwulan 4 2004	-247198	1654294	-0.1494
LSIP	Triwulan 1 2005	58847	341363	0.17239
LSIP	Triwulan 2 2005	143636	774572	0.18544
LSIP	Triwulan 3 2005	296840	1305602	0.22736
ADHI	Triwulan 1 2004	2053	325497	0.00631
ADHI	Triwulan 2 2004	13502	882671	0.0153
ADHI	Triwulan 3 2004	36396	1603443	0.0227
ADHI	Triwulan 4 2004	70485	2764448	0.0255
ADHI	Triwulan 1 2005	8200	505632	0.01622
ADHI	Triwulan 2 2005	17544	1099973	0.01595
ADHI	Triwulan 3 2005	37184	1874049	0.01984
	Rata-rata	92814.67	1969786	0.018755

DATA BANKRUPTCY COST

Dalam Jutaan Rupiah

Kode	Periode	EBIT	Beban Bunga	BC
SMSG	Triwulan 1 2004	188299	76097	2.47446
SMSG	Triwulan 2 2004	393565	150627	2.61284
SMSG	Triwulan 3 2004	725881	223161	3.25272
SMSG	Triwulan 4 2004	965159	238261	4.05085
SMSG	Triwulan 1 2005	197727	42010	4.70667
SMSG	Triwulan 2 2005	515908	82950	6.21951
SMSG	Triwulan 3 2005	1093585	124192	8.8056
LSIP	Triwulan 1 2004	127227	812	156.683
LSIP	Triwulan 2 2004	241830	5316	45.491
LSIP	Triwulan 3 2004	413082	20303	20.3459
LSIP	Triwulan 4 2004	459216	80709	5.68977
LSIP	Triwulan 1 2005	95282	15406	6.18473
LSIP	Triwulan 2 2005	211522	34786	6.08066
LSIP	Triwulan 3 2005	418099	50501	8.27902
ADHI	Triwulan 1 2004	14609	14640	0.99788
ADHI	Triwulan 2 2004	41679	38105	1.09379
ADHI	Triwulan 3 2004	94995	62359	1.52336
ADHI	Triwulan 4 2004	144475	82770	1.7455
ADHI	Triwulan 1 2005	26901	19454	1.3828
ADHI	Triwulan 2 2005	57183	42905	1.33278
ADHI	Triwulan 3 2005	106583	67719	1.5739
	Rata-rata	311086	70146.81	13.83461

DATA FIRM SIZE

Dalam Jutaan Rupiah

Kode	Periode	Sales	SIZE
SMSG	Triwulan 1 2004	1,326,939	14.098385
SMSG	Triwulan 2 2004	3,824,877	15.157037
SMSG	Triwulan 3 2004	4,506,373	15.321003
SMSG	Triwulan 4 2004	6,067,557	15.618467
SMSG	Triwulan 1 2005	1,451,573	14.188158
SMSG	Triwulan 2 2005	3,271,968	15.000902
SMSG	Triwulan 3 2005	5,470,914	15.514956
LSIP	Triwulan 1 2004	344,611	12.750172
LSIP	Triwulan 2 2004	749,354	13.526967
LSIP	Triwulan 3 2004	1,219,797	14.014195
LSIP	Triwulan 4 2004	1,654,294	14.318885
LSIP	Triwulan 1 2005	341,363	12.740702
LSIP	Triwulan 2 2005	774,572	13.560066
LSIP	Triwulan 3 2005	1,305,602	14.082175
ADHI	Triwulan 1 2004	325,497	12.693109
ADHI	Triwulan 2 2004	882,671	13.690708
ADHI	Triwulan 3 2004	1,603,443	14.287664
ADHI	Triwulan 4 2004	2,764,448	14.832352
ADHI	Triwulan 1 2005	505,632	13.133564
ADHI	Triwulan 2 2005	1,099,973	13.910796
ADHI	Triwulan 3 2005	1,874,049	14.443612
	Rata-rata	1,969,786.05	14.14

DATA FIRM AGE

Kode	Periode	Tabun Didirikan	Jumlah tabun sejak perusahaan didirikan (dalam triwulanan)	AGE
SMSG	Triwulan 1 2004	1953	204	5.31812
SMSG	Triwulan 2 2004	1953	205	5.32301
SMSG	Triwulan 3 2004	1953	206	5.32788
SMSG	Triwulan 4 2004	1953	207	5.33272
SMSG	Triwulan 1 2005	1953	208	5.33754
SMSG	Triwulan 2 2005	1953	209	5.34233
SMSG	Triwulan 3 2005	1953	210	5.34711
LSIP	Triwulan 1 2004	1963	159	5.0689
LSIP	Triwulan 2 2004	1963	160	5.07517
LSIP	Triwulan 3 2004	1963	161	5.0814
LSIP	Triwulan 4 2004	1963	162	5.0876
LSIP	Triwulan 1 2005	1963	163	5.09375
LSIP	Triwulan 2 2005	1963	164	5.09987
LSIP	Triwulan 3 2005	1963	165	5.10595
ADHI	Triwulan 1 2004	1974	112	4.7185
ADHI	Triwulan 2 2004	1974	113	4.72739
ADHI	Triwulan 3 2004	1974	114	4.7362
ADHI	Triwulan 4 2004	1974	115	4.74493
ADHI	Triwulan 1 2005	1974	116	4.75359
ADHI	Triwulan 2 2005	1974	117	4.76217
ADHI	Triwulan 3 2005	1974	118	4.77069
	Rata-Rata	1963.333	161.3333	5.054991

DATA PROFIT LOSS SHARING

Dalam Jutaan Rupiah

Kode	Periode	EBIT	Mudharabah	Total Equity	PLS
SMSG	Triwulan 1 2004	188299	10829	3598238	0.05217
SMSG	Triwulan 2 2004	393565	9932	3426615	0.11452
SMSG	Triwulan 3 2004	725881	9002	3612346	0.20045
SMSG	Triwulan 4 2004	965159	7990	3642347	0.2644
SMSG	Triwulan 1 2005	197727	0	3757845	0.05262
SMSG	Triwulan 2 2005	515908	0	3807585	0.13549
SMSG	Triwulan 3 2005	1093585	10299	4192748	0.26019
LSIP	Triwulan 1 2004	127227	12852	174209	0.68014
LSIP	Triwulan 2 2004	241830	10377	432179	0.54644
LSIP	Triwulan 3 2004	413082	9914	669339	0.60814
LSIP	Triwulan 4 2004	459216	9191	769213	0.58995
LSIP	Triwulan 1 2005	95282	9191	828060	0.1138
LSIP	Triwulan 2 2005	211522	9191	912849	0.22941
LSIP	Triwulan 3 2005	418099	9191	1066053	0.38884
ADHI	Triwulan 1 2004	14609	85000	284890	0.0395
ADHI	Triwulan 2 2004	41679	85000	276418	0.11532
ADHI	Triwulan 3 2004	94995	5000	296388	0.31519
ADHI	Triwulan 4 2004	144475	4500	330478	0.4313
ADHI	Triwulan 1 2005	26901	1500	338679	0.07908
ADHI	Triwulan 2 2005	57183	1500	310475	0.18329
ADHI	Triwulan 3 2005	106583	1500	330115	0.32141
	Rata-rata	311086	14379	1574146	0.272459



LAMPIRAN 3 :

**HASIL REGRESI LINIER BERGANDA
DENGAN SOFTWARE SPSS**

Regression

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	PLS, SIZE, NDTs, NPM, AGE, BC		Enter

- a. All requested variables entered.
- b. Dependent Variable: CS

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.981 ^a	.962	.946	.1280	1.899

- a. Predictors: (Constant), PLS, SIZE, NDTs, NPM, AGE, BC
- b. Dependent Variable: CS

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5.796	6	.966	58.917	.000 ^a
	Residual	.230	14	1.840E-02		
	Total	6.026	20			

- a. Predictors: (Constant), PLS, SIZE, NDTs, NPM, AGE, BC
- b. Dependent Variable: CS

Coefficients^b

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations			Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)	9.596	.661		14.522	.000					
	NDTs	4.192	1.389	.207	3.019	.009	.478	.628	.157	.581	1.721
	NPM	-1.048	.180	-.370	-5.816	.000	-.488	-.841	-.303	.671	1.489
	BC	.342E-03	.001	.146	1.627	.126	.122	.399	.085	.338	2.955
	SIZE	5.43E-02	.049	-.088	-1.112	.285	-.504	-.285	-.058	.433	2.308
	AGE	-1.575	.168	-.710	-9.374	.000	-.875	-.929	-.489	.474	2.109
	PLS	.357E-03	.254	.003	.029	.977	.349	.008	.002	.319	3.137

- a. Dependent Variable: CS

Coefficient Correlations^a

Model		PLS	SIZE	NDTS	NPM	AGE	BC	
1	Correlations	PLS	1.000	-.316	-.413	.561	.089	-.742
		SIZE	-.316	1.000	-.227	-.185	-.646	.545
		NDTS	-.413	-.227	1.000	-.224	.446	.218
		NPM	.561	-.185	-.224	1.000	-.022	-.403
		AGE	.089	-.646	.446	-.022	1.000	-.295
		BC	-.742	.545	.218	-.403	-.295	1.000
1	Covariances	PLS	6.470E-02	-3.93E-03	-.146	2.574E-02	3.805E-03	-2.72E-04
		SIZE	-3.93E-03	2.387E-03	-1.54E-02	-1.63E-03	-5.31E-03	3.832E-05
		NDTS	-.146	-1.54E-02	1.929	-5.61E-02	.104	4.353E-04
		NPM	2.574E-02	-1.63E-03	-5.61E-02	3.249E-02	-6.69E-04	-1.05E-04
		AGE	3.805E-03	-5.31E-03	.104	-6.69E-04	2.823E-02	-7.13E-05
		BC	-2.72E-04	3.832E-05	4.353E-04	-1.05E-04	-7.13E-05	2.072E-06

a. Dependent Variable: CS

Collinearity Diagnostic^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions						
				(Constant)	NDTS	NPM	BC	SIZE	AGE	PLS
1	1	4.273	1.000	.00	.01	.00	.00	.00	.00	.00
	2	1.082	1.987	.00	.00	.51	.02	.00	.00	.01
	3	.913	2.163	.00	.15	.04	.19	.00	.00	.00
	4	.643	2.578	.00	.39	.06	.06	.00	.00	.00
	5	8.607E-02	7.046	.00	.25	.32	.43	.00	.00	.88
	6	1.435E-03	54.578	.65	.01	.06	.19	.54	.00	.09
	7	7.129E-04	77.422	.35	.19	.00	.10	.46	1.00	.01

a. Dependent Variable: CS

Residuals Statistics^a

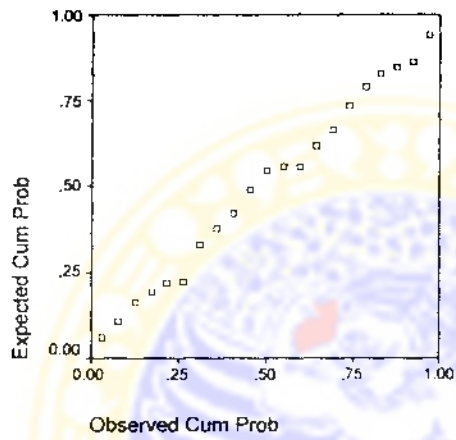
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	.2315	1.7177	.9377	.5383	21
Std. Predicted Value	-1.312	1.449	.000	1.000	21
Standard Error of Predicted Value	5.070E-02	.1271	7.134E-02	1.987E-02	21
Adjusted Predicted Value	.2460	2.8102	1.0043	.6686	21
Residual	-.1971	.1968	-9.62E-16	.1071	21
Std. Residual	-1.540	1.537	.000	.837	21
Stud. Residual	-1.827	1.909	-.032	1.137	21
Deleted Residual	-1.7458	.4953	-6.66E-02	.4296	21
Stud. Deleted Residual	-2.018	2.138	-.030	1.206	21
Mahal. Distance	2.183	18.755	5.714	4.169	21
Cook's Distance	.000	26.167	1.394	5.687	21
Centered Leverage Value	.109	.938	.286	.208	21

a. Dependent Variable: CS

Charts

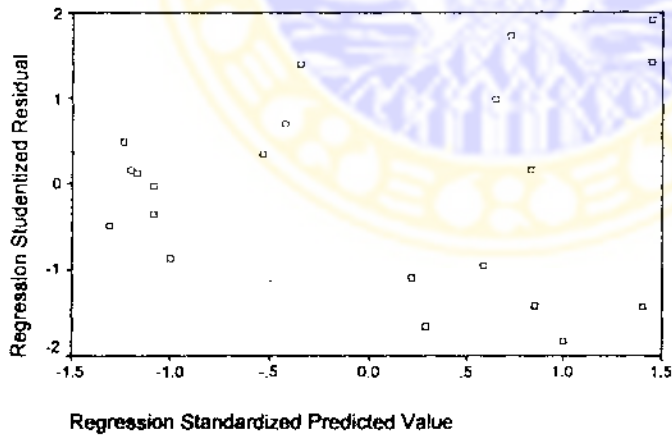
Normal P-P Plot of Regression Stand

Dependent Variable: CS



Scatterplot

Dependent Variable: CS



NPar Tests

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		21
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	5.210972E-10
	Std. Deviation	.1071317
Most Extreme Differences	Absolute	.107
	Positive	.107
	Negative	-.077
Kolmogorov-Smirnov Z		.488
Asymp. Sig. (2-tailed)		.971

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.



LAMPIRAN 4
Data Komposisi Pendanaan *Mudharabah*
dibandingkan dengan *Long term debt*

Data Rata-Rata Komposisi Perbandingan *Mudharabah* dengan *Long Term Debt*

Dalam Jutaan Rupiah

Kode	Periode	<i>Long Term Debt</i>	<i>Mudharabah</i>	Komposisi <i>Mudharabah</i>
SMGR	Triwulan 1 2004	1074529	10829	0.010077904
SMGR	Triwulan 2 2004	1201031	9932	0.008269562
SMGR	Triwulan 3 2004	1161939	9002	0.007747395
SMGR	Triwulan 4 2004	1183355	7990	0.006751989
SMGR	Triwulan 1 2005	1172005	0	0
SMGR	Triwulan 2 2005	1174142	0	0
SMGR	Triwulan 3 2005	732056	10299	0.014068596
LSIP	Triwulan 1 2004	185431	12852	0.069308799
LSIP	Triwulan 2 2004	794110	10377	0.013067459
LSIP	Triwulan 3 2004	770072	9914	0.012874121
LSIP	Triwulan 4 2004	724907	9191	0.012678868
LSIP	Triwulan 1 2005	736619	9191	0.012477278
LSIP	Triwulan 2 2005	721768	9191	0.012734009
LSIP	Triwulan 3 2005	730523	9191	0.012581397
ADHI	Triwulan 1 2004	363309	85000	0.233960623
ADHI	Triwulan 2 2004	341764	85000	0.248709636
ADHI	Triwulan 3 2004	547599	5000	0.009130769
ADHI	Triwulan 4 2004	517724	4500	0.00869189
ADHI	Triwulan 1 2005	474720	1500	0.003159757
ADHI	Triwulan 2 2005	473188	1500	0.003169987
ADHI	Triwulan 3 2005	458311	1500	0.003272887
RATA-RATA				0.033463473