

Analisis Kebijakan Struktur Modal Berdasarkan Pot dan Tot Persepektif Ekonomi Syariah

Iva Faizah^a dan Gustika Nurmalia^b

^aUIN Raden Intan Lampung
Jl. Endro Suratmin, No 1 Sukarame, Bandar Lampung
ivafaiz@gmail.com

^bUIN Raden Intan Lampung
Jl. Endro Suratmin, No 1 Sukarame, Bandar Lampung
gustikanurmalia@radenintan.ac.id

Abstract

This study aims to look at the capital structure of firms listed on the JII index (Jakarta Islamic Index), whether to the Packing Order Theory, where the Packing Order Theory or POT is the theory of the company's capital structure in which the order of the company's capital structure is derived from 1). Corporate Internal Funds, 2). Debt and 3). Issuance of Shares. Meanwhile, Trade of Theory or TOT is a balancing between debt benefits and the use of debt will give advantage to the company itself in the form of Tax Shield or reduction of corporate tax burden. The object of this research is 13 companies that entered into JII Index during period december 2013 –November 2018 with 39 data that prossed The data were processed by multiple linear regression with the dependent variable in the form of Leverage Ratio proxied by Debt to Equity Ratio (DER) and Independent variable of Profitability and Liquidity Ratio both proxied in sequence with Return on Assets (ROA) and Currency Ratio (CR), which then analyzed with perspective Islamic economics. The result of research shows that the structure of capital of indexed companies in Jakarta Islamic Index is more likely to use the pattern of capital structure policy based on Packing Order Theory, where the proportion of Debt to Equity Ratio or proportion of debt to capital is not more than 50% in half of the listed companies.

Keywords : *Packing Order Theory, Trade Of Theory, Debt to Equity Ratio, Return On Assets, Current Ratio, Tax Shield.*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk melihat struktur modal perusahaan yang terdaftar pada indeks JII (Jakarta Islamic Indeks), apakah cenderung terhadap Packing Order Theory, dimana Packing Order Theory atau POT merupakan teori struktur modal perusahaan dimana urutan penyusun struktur modal perusahaan adalah berasal dari 1). Dana Internal Perusahaan, 2). Hutang dan 3).Penerbitan Saham. Sementara, Trade of Theory atau TOT adalah adalah penyeimbangan antara manfaat hutang dan penggunaan hutang akan memberikan keuntungan terhadap perusahaan itu sendiri berupa Tax Shield atau pengurangan beban pajak perusahaan. Objek Penelitian ini adalah Desember 2013 sampai dengan November 2018 yang kemudian menghasilkan 13 emiten sebagai sampel yang digunakan dalam penelitian ini dan menghasilkan 39 data. Data diolah dengan regresi linear berganda dengan variabel dependen berupa Rasio Leverage yang diproksikan dengan Debt to Equity Ratio dan variabel Independen rasio Profitabilitas dan Likuiditas yang keduanya diproksikan secara berutan dengan Return on Assets (ROA) dan Currens Ratio (CR), yang kemudian dianalisis dengan perspektif Ekonomi Islam. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal emiten yang terindeks pada Jakarta Islamic Indeks lebih cenderung menggunakan pola kebijakan struktur modal berbasis Packing Order Theory, dimana proporsi Debt to Equity Ratio atau proporsi hutang terhadap modal tidak lebih dari 50% pada setengah dari emiten yang diteliti.

Kata Kunci : *Packing Order Theory, Trade Of Theory, Debt to Equity Ratio, Return On Assets, Current Ratio, Tax Shield*

PENDAHULUAN

Perusahaan dalam kegiatan operasionalnya dan dalam rangka melakukan pengembangan harus memperhatikan 2 unsur penting didalamnya, yakni *investing decision* dan *financing decision* (Aji, 2015). *Investing decision* mengharuskan perusahaan untuk melakukan strategi dan keputusannya yang tepat dalam berinvestasi, sehingga prospek kedepannya perusahaan dapat memperoleh keuntungan yang maksimal. Sementara pada *financing decision* perusahaan harus membuat suatu keputusan yang tepat dalam hal pembiayaan atau pendanaan perusahaan termasuk juga dalam memndatangkan unsur modal dalam perusahaan, dengan memperhatikan baik buruk modal yang berkaitan dengan pendanaan dari hutang maupun saham, yang tentunya memberikan keuntungan dan kerugian tersendiri bagi perusahaan. *Financing Decision* yang baik akan mendukung terlaksananya Investasi yang baik dan optimal, sehingga keuntungan dan perkembangan perusahaan pun dapat terlaksana dengan maksimal.

Perkembangan investasi di Indonesia pada khususnya dan di dunia pada umumnya dapat dilihat atau tercermin dari peningkatan jumlah emiten yang terlisting di Bursa Efek Indonesia, jumlah transaksi saham, dan peningkatan jumlah efek yang diperdagangkan. Sampai saat ini berdasarkan pada data yang dipublikasi melalui (detikfinance.com : 2019) menyebutkan, sampai dengan april 2019 terdapat 627 perusahaan yang terlisting di pasar modal dan angka ini diprediksikan akan terus meningkat sepanjang tahun 2019, hal tersebut menunjukkan bahwa begitu banyak perusahaan yang memanfaatkan investasi sebagai media pendanaan untuk menyokong kegiatan operasional perusahaanya.

Melihat pada fenomena tersebut, keputusan financial yang diambil oleh seorang manajer haruslah dipertimbangkan dengan sangat baik, mengingat setiap keputusannya dapat memberikan dampak yang positif maupun negatif yang dapat diterima oleh perusahaan. Keputusan financial tersebut berkaitan dengan pendanaan atau penyusun strukktur modal perusahaan baik secara eksternal maupun internal perusahaan.

Keputusan tersebut juga sangat mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya. Secara kasat mata kita dapat mengetahui bahwa struktur modal pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menggunakan pendanaan eksternal dengan mengandalkan penerbitan saham. Beberapa teori memandang hal tersebut sebagai suatu yang berdampak positif dan berdampak negatif, positifnya jika modal terkumpul dari penerbitan saham akan memungkinkan modal yang datang relatif lebih banyak, namun sisi negatifnya adalah kondisi saham yang tidak likuid dan proses penerbitannya yang memakan biaya yang cukup besar. Seperti pada teori yang menilai kebijakan penentuan struktur modal perusahaan, yakni *packing order theory* dan *trade off theory* yang dikemukakan oleh Richard A. Brealey, Stewart C. Myers dan Alan J. Marcus yang didasarkan pada teori struk modal MM yang dikemukakan oleh Modigliani-Miller, (Brealey, Myers, & Marcus, 2008) bahwa keputusan yang menentukan kebijakan penggunaan struktur modal pada perusahaan akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Dalam *packing order theory* yang dikembangkan oleh Myers tersebut memberikan gambaran urutan pendanaan perusahaan yang dimulai dari pendanaan internal sebagai sumber utama, pendanaan yang berasal dari hutang dan kemudian penerbitan saham. Sementara *trade of theory* memberikan asumsi bahwa struktur modal tercapai pada saat terjadi keseimbangan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul akibat penggunaan hutang, yaitu berupa *tax shield*. Namun seperti kita ketahui hutang sangatlah dekat dengan bunga, maka berdasarkan fatwa DSN-MUI No 20 /DSN-MUI/X/2011 batas hutang pada modal perusahaan yang disertai bunga dibatasi pada angka 45% yang dijadikan sebagai dasar penentuan perusahaan yang memenuhi kualifikasi kesyariahannya, hal tersebut jugalah yang menjadi sisi positif dari hutang yang diambil sebagai struktur modal, sangat rentan dengan bunga atau riba.

Penelitian sejenis sebelumnya yang dilakukan oleh beberapa peneliti menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan berbasis saham syariah di Jakarta Islamic Indeks cenderung

tidak menggunakan hirarki POT melihat dari faktor profitabilitas dan ukuran perusahaan (Wikartika & Fitriyah, 2017). Dalam penelitian lain menunjukkan bahwa penggunaan hutang dalam perusahaan tetap boleh digunakan dalam batasan tertentu dengan beragun asset dimana utang tersebut tidak boleh melebihi real asset perusahaan (Salim & Rodoni, 2017). Perbankan di Indonesia yang dalam objek penelitian ini adalah perbank konvensional berkembang dengan menggunakan dana dari eksternal dengan utang jangka panjang dan tidak berkorelasi dengan teori *Pecking Order Theori* (Suhardi & Afrizal, 2019) . kebijakan deviden dalam keputusan pendanaan ini sesuai dengan penerapan pecking order theory. Sementara struktur aktiva terhadap keputusan pendanaan mendukung trade of theory (Wiagustini, Ramantha, Sedana, & Rahyuda, 2017)

Penelitian sejenis lainnya mengungkapkan bahwa perusahaan-perusahaan yang public di Indonesia dalam rentang penelitian 2002 sampai dengan 2011 memperlihatkan bahwa penentuan struktur modal dalam perusahaan tersebut adalah mengikuti TOT (Misbach, 2014). Kecenderungan penggunaan pendekatan teori POT juga ditunjukkan oleh perusahaan manufaktur yang ada di Indonesia (Oktavina, Manalu, & Yuniarti, 2018). Asset tetap berwujud perusahaan, profitabilitas tidak berpengaruh terhadap hutang perusahaan yang diprosikan dengan Debt to Total Assets baik secara POT maupun TOT, sementara ukuran perusahaan yang diporsikan dengan ln dari total penjualan berpengaruh terhadap Debt to Total Asset secara TOT (Wikartika & Fitriyah, 2018). Perusahaan non keuangan di Indoensia yang terdaftar di BEI mengikuti TOT dalam penyusunan struktur modalnya namun masih dibawah struktur modal optimalnya dalam pemanfaatan hutang (Nosita, 2018). Deteksi penggunaan POT, didominasi dengan rasio penggunaan struktur modal dari modal sendiri sebesar 0,8 dan sisanya diisi oleh 0,2 pada PT Telkom terbukti sampai dengan tahun 2010 (Jumono, Abdurrahman, & Amalia, 2013).

Melihat pada beberapa sisi negatif dan positif dari unsur pembentukan struktur modal perusahaan, maka seorang manager perusahaan harus menentukan kebijakan yang paling

efektif dan efisien dalam menyusun struktur modal perusahaan. Kebijakan struktur modal dipengaruhi oleh beberapa faktor diantaranya adalah rasio keuangan berupa profitabilitas dan likuiditas, yang kemudian penulis tertarik untuk melihat pengaruhnya terhadap struktur modal perusahaan melalui tingkat hutang yang dihitung dengan menggunakan Debt to Equity Ratio (DER) untuk kemudian menentukan arahkebijakan struktur modal pada perusahaan yang terdaftar pada Jakarta Islamic Indeks apakah lebih mengarah pada packing order theory atau trade of theory, dan pandangan ekonomi syariah mengenai struktur modal, kemudian hal ini memberikan pandangan bahwa “Analisis Kebijakan Struktur Modal Berdasarkan POT dan TOT Persepektif Ekonomi Syariah” hal yang penting untuk dipublikasikan .

METODE PENELITIAN

Objek Penelitian : Emiten yang sudah go publik dan terdaftar pada Jakarta Islamic Indeks (JII) dan yang konsisten bertahan pada indeks tersebut selama periode desember 2013 sampai dengan periode November 2018.

Jenis Penelitian: jenis penelitian ini adalah penelitian deskriptif kuantitatif. Yang akan menggambarkan bagaimana struktur modal yang digunakan pada objek penelitian, dimana penelitian ini melihat hubungan antara *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap Rasio Profitabilitas yang diprosikan dengan *Return on Assetes* dan Rasio Likuiditas yang diprosikan dengan *Current Ratio* dimana ketiga variabel tersebut baik yang dependen (DER) maupun yang independen (ROA dan CR) ketiganya mewakili dua jenis teori penyusunan struktur modal perusahaan, yang kemudian akan dilihat apakah objek penelitian lebih condong menggunakan *Packing Order Theory* ataupun *Trade of Theory*.

Jenis Data : Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data skunder objek penelitian yang bersumber dari laporan keuangan publikasi yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia. Dan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan tahun dari objek penelitian tahun 2013– 2018.

Populasi dan Sampel : populasi dalam penelitian ini adalah berjumlah 30 emiten

yang terdaftar pada Jakarta Islamic Indeks. Pengambilan sample menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria yang diterapkan dalam penelitian ini adalah, emiten yang secara konsisten terdaftar pada indeks tersebut selama periode Desember 2013 sampai dengan November 2018 yang kemudian menghasilkan 13 emiten sebagai sampel yang digunakan dalam penelitian ini dan menghasilkan 39 data.

Metode Analisis Data : penelitian ini menggunakan analisis data PLS dengan menggunakan data panel dan analisis regresi linear berganda dengan menggunakan alat statistik berupa E-Views7. Untuk kemudian hasil; analisisnya diperspektifkan berdasarkan Ekonomi Syariah.

HIPOTESIS
Profitabilitas

Rasio profitabilitas menggambarkan seberapa besar keuntungan atau laba yang diperoleh perusahaan atas aktivitas investasi dan pengelolaan aset yang dilakukan oleh perusahaan tersebut (Horne & Wachowicz, 2012). Memberikan gambaran tentang efektivitas manajemen dalam melaksanakan kegiatan operasionalnya dan ditunjukkan dengan laba yang dihasilkan dari penjualan maupun investasi (Sanjaya & Rizky, 2018) (Apriyanto & Surachim, 2017) dan mengikuti kesuksesan perusahaan dalam menggunakan aktivitya secara produktif (Pontoh, Pelleng, & Mukuan, 2016). Profitabilitas juga merupakan rasio yang menekan biaya yang terjadi dan memanfaatkan seluruh dana yang dimiliki perusahaan (Rasid, 2018). Dalam kaitanya dengan penelitian ini, maka semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan, maka semakin besar laba yang diperoleh kemudian, semakin tinggi laba maka dana internal perusahaan akan meningkat, hutang akan semakin kecil.

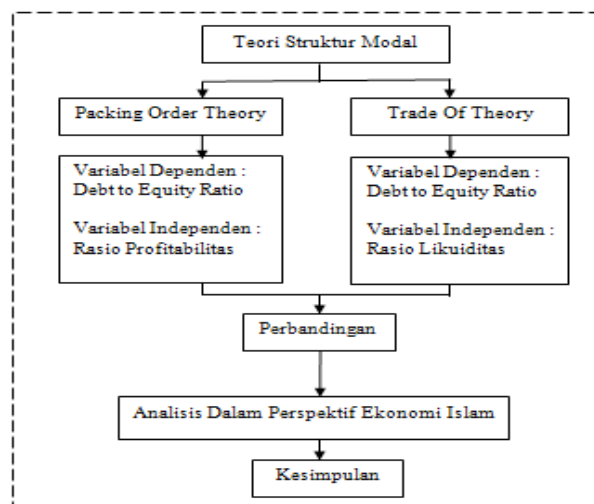
H₁ : Profitabilitas berpengaruh terhadap Struktur Modal

Likuiditas

Likuiditas merupakan rasio keuangan yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dan dicerminkan dari besarnya aktiva lancar yang dimiliki perusahaan (Dewiningrat &

Mustanda, 2018) Likuiditas suatu perusahaan dapat tergambar melalui laporan neraca perusahaan, dimana current ratio (ukuran kesanggupan perusahaan dalam memenuhi kewajiban hutangnya) dapat diketahui melalui perhitungan aktiva lancar dibagi dengan hutang lancar (Kariyoto, 2014). Likuiditas tidak hanya berkenaan dengan keadaan keuangan perusahaan tetapi terkait juga dengan kemampuan mengubah aktiva lancar menjadi uang kas (Dewi, 2017) Maka semakin tinggi aktiva atau *tangible aset* yang dimiliki oleh perusahaan akan semakin besar kemungkinan perusahaan akan memperoleh dana eksternal untuk perusahaanya.

H₂ : Likuiditas berpengaruh terhadap Struktur Modal



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

HASIL DAN PEMBAHASAN

Setelah dilakukan uji Chow dan Uji Hausmen dengan menggunakan alat analisis berupa e-views 7 maka dinyatakan bahwa model terbaik yang digunakan dalam penelitian ini adalah model fixed efek, dengan nilai probablitan <0,1

Tabel 1. Data Diolah

Variabel	koefisien	Std.Error	t-statistik	Prob
C	123.1511	30.41440	4.049105	0.0009
X1	-5.495188	3.102.265	-1.771347	0.0955
X2	-0.041996	0.079688	-0.527000	0.6054
R-Squared				0.965615
Adjusted R-squared				0.924783

Melihat pada tabel hasil uji fixed efek diatas dapat dilihat bahwa hanya variabel x_1 yang memiliki hasil signifikan dimana $0,09 < 0,1$, hal tersebut berarti bahwa rasio profitabilitas yang digambarkan dengan x_1 dan diproksikan dengan *Return on Aset* memiliki pengaruh terhadap *Debt to Equity Ratio* pada variabel Y dengan arah hubungan yang negatif. Sementara untuk variabel x_2 yakni rasio likuiditas yang diproksikan dengan *Current Ratio* tidak berpengaruh dengan tingkat probabilitas $0,6 > 0,1$. Berdasarkan tabel diatas juga dapat dilihat bahwa secara bersama sama variabel independent mempengaruhi variabel dependent pada tingkat 0,924 atau berpengaruh sebesar 92,4% sementara sisanya yakni sebesar 7,6% dipengaruhi oleh Faktor lain diluar variabel yang diteliti penulis.

Pengujian Hipotesis 1

Berdasarkan hasil tersebut dapat diartikan bahwa apabila ROA mengalami peningkatan sebesar X maka DER akan turut meningkat sebesar peningkatan ROA. Hal ini sejalan dengan beberapa penelitian yang telah dilakukan sebelumnya oleh (Aji, 2015), namun dengan arah hubungan yang berbeda. Profitabilitas yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA) merupakan rasio keuangan yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan menggunakan sumber aktiva perusahaan. Rasio ini penting bagi pihak manajemen untuk mengevaluasi efektifitas dan efesiensi manajemen perusahaan dalam mengelola seluruh aktiva perusahaan guna menghasilkan keuntungan. Maka dengan jumlah aktiva yang sama dapat menghasilkan laba yang lebih besar dan sebaliknya. Berdasarkan pada hasil penelitian ini, ROA berpengaruh negatif terhadap DER, yang artinya adalah, semakin tinggi laba yang diperoleh perusahaan dapat menurunkan tingkat penggunaan hutang pada modal perusahaan. Menurut *packing order theory* urutan penggunaan struktur modal adalah, dana internal yang bisa didapatkan dari aktiva, laba perusahaan. Urutan kedua adalah hutang, yang ketiga adalah penerbitan saham. Berdasarkan hasil penelitian yang ternyata menggambarkan perusahaan yang mengalami peningkatan profitabilitas dapat menurunkan

tingkat hutang atas modal sendiri perusahaan, dapat diartikan bahwa menerima hipotesis *packing order theory* dan menolak hipotesis *trade of theory*.

Packing Order Theory yang dikemukakan oleh Myers menggunakan dasar pemikiran bahwa tidak ada suatu target *debt to equity ratio* tertentu dan tentang hirarkhi sumber dana yang paling disukai oleh perusahaan (Brealey et al., 2008). Esensi teori ini adalah adanya dua jenis modal *external financing* dan *internal financing*. Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan yang *profitable* umumnya menggunakan utang dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena perusahaan mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tetapi karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung menggunakan utang yang lebih besar karena dua alasan, yaitu; (1) dana internal tidak mencukupi, dan (2) hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai. Struktur modal yang optimal merupakan pemilihan penyusunan struktur modal yang banyak digunakan dalam perusahaan publik, karena memiliki resiko yang rendah dalam sumber daya tatanan keuangan. (Culata & Gunarsih, 2012).

Berdasarkan teori ini dan melihat hasil penelitian tersebut perusahaan yang *profitable* akan lebih sedikit menggunakan hutang dan lebih mengutamakan menggunakan dana internal dari laba ditahan. Pemilihan struktur modal dengan pendanaan internal memiliki keuntungan yaitu tidak memerlukan biaya dalam mengeluarkan biaya investasi dan menerbitkan laporan keuangan, yang pada dasarnya keuntungan yang diperoleh dari teori ini adalah biaya yang dapat diminimalisirkan.

Pengujian Hipotesis 2

Berdasarkan pada hasil uji statistik diatas bahwa ternyata variabel X_2 yakni rasio likuiditas dan diproksikan dengan *Current Ratio* tidak memiliki pengaruh terhadap variabel Y atau variabel *Debt to Equity Ratio* Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Mutamimah & Rita, 2009).

Current ratio merupakan kemampuan perusahaan untuk membayar hutang lancar dengan menggunakan aktiva lancar yang

dimiliki. Semakin besar rasio ini perusahaan akan semakin likuid. Berdasarkan hasil penelitian, tidak adanya pengaruh current ratio terhadap DER dapat disimpulkan bahwa, walaupun perusahaan memiliki tingkat likuiditas yang tinggi maupun rendah tidak akan mempengaruhi tinggi rendahnya DER, artinya walaupun perusahaan memiliki tingkat likuiditas yang rendah, tingkat hutang atas modal bisa saja mengalami peningkatan ataupun justru mengalami penurunan. Melihat pada hasil tersebut dapat diartikan bahwa hipotesis trade of theory ditolak dan menerima hipotesis packing order theory.

Dalam trade of theory penyeimbangan antara manfaat hutang dan penggunaan hutang dapat memberikan keuntungan diantaranya adalah pengurangan pajak dengan jumlah hutang yang dimiliki perusahaan. Manfaat tersebut disebut dengan tax shield, tax shield adalah manfaat penggunaan utang yang timbul karena pajak dibebankan pada laba perusahaan setelah dikurangi bunga, sehingga pembayaran bunga utang dapat mengurangi total beban pajak perusahaan. Semakin besar utang yang digunakan perusahaan, semakin besar tax shield artinya semakin besar penghematan pajak yang diperoleh perusahaan (Radjamin & Sudana, 2014). Beberapa study juga menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia lebih banyak menggunakan pola trade off theory setelah diuji deficit pendanaan internal terhadap perubahan leverage (Wiagustini et al., 2017) Dapat diprediksikan bahwa rasio laverage akan meningkat sejalan dengan pemanfaatan hutang dan akan menurun sejalan dengan bertambahnya biaya hutang. Maka perusahaan dengan tingkat aktiva tinggi disarankan untuk bisa mendapatkan lebih banyak dana eksternal untuk membiayai atau mengembangkan perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian dan teori mengenai trade of theory tersebut objek penelitian memanfaatkan pendanaan internal dibandingkan dengan eksternal dengan tujuan meminimalisir biaya hutang tersebut.

Analisi Perspektif Ekonomi Islam

Berdasarkan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa emiten yang masuk kedalam JII menggunakan pola struktur

modal *Packing Order Theory* yang berarti bahwa struktur modal perusahaan yang utama dipenuhi oleh laba ditahan.

Struktur modal perusahaan berdasarkan prinsip syariah: Modal merupakan bagian dari harta, dimana prinsip harta merupakan suatu harus beredar diantara umat, seperti ayat Allah dalam Al-Qur'sn surah Al-Hashr : 7

مَا أَفَاءَ اللَّهُ عَلَى رَسُولِهِ مِنْ أَهْلِ الْقُرَىٰ فَلِللرَّسُولِ وَلِلَّذِينَ آمَنُوا مِمَّا آتَتْكُمُ
لَا يَكُونُ دُولَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ وَمَا آتَتْكُمُ
الرَّسُولُ فَخُذُوهُ وَمَا نَهَكُمُ عَنْهُ فَأَنْتَهُوا وَاتَّقُوا اللَّهَ إِنَّ
اللَّهَ شَدِيدُ الْعِقَابِ

Artinya: supaya harta itu jangan beredar di antara orang-orang Kaya saja di antara kamu.. (QS: Al-Hashr (59): 7)

Ayat tersebut mengisyaratkan bahwa harta tidak boleh diam dan harus beredar dengan tujuan agar memberikan kemanfaatan dan kemaslahatan dalam bentuk investasi modal kerja, dan kemaslahatan pemanfaatan dapat tercapai apabila setiap pihak yang memiliki modal tersebut melakukan usaha untuk memberikan nilai tambah secara riil. Dalam islam konsep kerjasama dalam penyertaan modal yang terdiri dari dua orang atau lebih disebut dengan syirkah, tujuannya adalah agar harta menjadi berputar dan memberikan keuntungan. Kriteria modal berdasarkan prinsip islam (Muhammad, 2014) :

- Modal harus diketahui, modal harus diketahui baik dari segi jumlahnya maupun sumber diperolehnya modal tersebut, sehingga dalam serikat atau kerja sama penyertaan modal tersebut terbebas dari unsur spekulatif,
- Modal berbentuk riil, artinya modal yang disertakan dalam usaha harus berwujud atau merupakan tangible aset
- Modal bukan merupakan hutang, hal ini dilakukan agar setiap persyarikatan atau kerja sama terhindar dari unsur riba atau bunga yang sangat dekat dengan hutang.

Seperti penjelasan sebelumnya, modal bukan merupakan sebuah hutang. Islam memandang hutang sebagai sesuatu yang dekat

dengan Riba, karena dalam dunia keuangan di Indonesia hutang masih didasarkan pada bunga dalam pelunasanya. Sementara bunga termasuk kedalam Riba. Seperti firman Allah dalam Al-Qur'an Ar-Rum-39

وَمَا آتَيْتُم مِّن رَّبًّا لَّيْرُبُوا فِي أَمْوَالِ النَّاسِ فَلَا يَرْبُوا
عِنْدَ اللَّهِ وَمَا آتَيْتُم مِّن زَكَاةٍ تُرِيدُونَ وَجْهَ اللَّهِ
فَأُولَٰئِكَ هُمُ الْمُضْعِفُونَ

Artinya: dan sesuatu Riba (tambahan) yang kamu berikan agar Dia bertambah pada harta manusia, Maka Riba itu tidak menambah pada sisi Allah. dan apa yang kamu berikan berupa zakat yang kamu maksudkan untuk mencapai keridhaan Allah, Maka (yang berbuat demikian) Itulah orang-orang yang melipat gandakan (pahalanya) (QS: Ar-Rum (30): 39)

Dalam pemberian hutang atau permodalan dalam syariat Islam diberikan dua pola yang bisa digunakan yakni pola bagi hasil (*profit and lost sharing*) dan berbagi resiko (*risk sharing*). Dengan adanya dua skema tersebut bisa menjadi solusi untuk menghindari sistem bunga dan riba pada hutang dan struktur permodalan perusahaan. Seiring berjalannya waktu MUI mengeluarkan Fatwa yakni Fatwa DSN-MUI No.20/DSN-MUI/X/2011, bahwa rasio penggunaan hutang disertai dengan bunga terhadap ekuitas atau modal pada perusahaan yang telah memenuhi kualifikasi syariah maksimum sebesar 45%. Fatwa tersebut juga menjadi salah satu kriteria penentuan emiten yang masuk kedalam Jakarta Islamic Indeks (JII). Yang artinya bahwa emiten yang objek penelitian menggunakan proporsi hutang yang berbasis bunga sebagai penyusun struktur modalnya tidak lebih besar dari 45%, dan masih tergolong kedalam saham syariah.

Setelah melihat pada hasil uji statistik dan analisis perspektif ekonomi Islam terdapat keisnambungan dimana, emiten yang menjadi objek penelitian menggunakan pola struktur modal *Packing Order Theory*, yang berarti bahwa modal utama yang digunakan perusahaan adalah Laba di tahan dan jika meilihat pada prinsip ekonomi Islam modal utama adalah berasal dari modal sendiri maupun modal saham dengan prinsip syirkah. Struktur modal

yang diterapkan merupakan struktur modal yang optimal (Brigham & Houston, 2012) adalah struktur modal yang memaksimalkan harga dari saham perusahaan, dan hal ini biasanya meminta rasio hutang yang lebih rendah dari pada rasio yang memaksimalkan earning per share (EPS) yang diharapkan.

Prinsip ekonomi syariah melalui lembaga keuangan syariah menawarkan alternatif lain untuk menyusun struktur modal perusahaan dengan tidak memanfaatkan hutang namun tetap bisa mendapatkan dana dari pihak eksternal selain dari penerbitan efek atau saham yang pada dasarnya memakan biaya yang cukup mahal, yakni dengan adanya pembaiyaan modal kerja syariah. Pada dasarnya pembiayaan modal kerja syariah adalah pembiayaan dengan jangka pendek yang diberikan kepada perusahaan untuk membiayai kebutuhan modal kerja usahanya berdasarkan pada prinsip syariah, jangka waktunya adalah satu tahun dan dapat diperpanjang sesuai dengan kebutuhan perusahaan dalam mendapatkan modal yang dibutuhkan. Sistem akad yang diterapkan pada pembiayaan modal kerja syariah yang ditawarkan tersebut terbagi kedalam produk pembiayaan syariah dengan akad, Mudharabah, Murabahah, Salam, Istishna, Ijarah, dan akad-akad lainnya.

KESIMPULAN

Dari hasil penelitian yang telah dibahas sebelumnya menghasilkan kesimpulan bahwa emiten yang termasuk kedalam indeks JII memiliki struktur modal yang terbentuk mengikuti pola *Packing Order Theory* dimana proporsi struktur modalnya terbentuk dengan modal sendiri atau laba ditahan. Berdasarkan teori tersebut ada beberapa keuntungan yang dapat diperoleh dari struktur modal yang berasal dari laba ditahan atau modal internal perusahaan, diantaranya adalah tingkat hutang yang dapat ditekan, tingkat bunga atas hutang yang dapat diminimalisir dan resiko atas beban yang lebih rendah.

Islam memandang hutang sangat erat kaitanya dengan bunga, namun JII melalui Fatwa DSN-MUI No.20/DSN-MUI/X/2011, memberikan ketentuan bahwa kisaran besaran tingkat hutang yang berbasis bunga hanya

sebesar 45% dari seluruh atau total hutang yang dijadikan sebagai penyusun struktur modal perusahaan sehingga perusahaan masih termasuk kedalam perusahaan berbasis syariah dan masuk kedalam indeks JII.

Prinsip Syariah melalui lembaga keuangan syariah menawarkan alternatif lain kepada perusahaan untuk menyusun struktur modal perusahaan melalui pembiayaan modal kerja syariah dengan sistem akad mudharabah, istishna, salam, murabahah, dan ijarah yang menjadi salah satu solusi untuk tetap bisa mendapatkan modal eksternal tanpa melalui hutang yang beresiko adanya bunga atas hutang tersebut, dan tanpa penerbitan efek atau saham perusahaan yang relatif mempunyai biaya yang cukup besar dalam proses penerbitannya, adanya alternatif tersebut dapat menjadi salah satu solusi untuk memaksimalkan manfaat atau keuntungan yang dapat diperoleh perusahaan tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Aji, S. W. (2015). Analisis pengujian pecking order theory melalui keterkaitan faktor-faktor penentu struktur modal terhadap financial leverage: studi kasus pada emiten syariah di Jakarta Islamic Index Periode 2009–2013.
- Apriyanto, R., & Surachim, A. (2017). Profitabilitas (ROA) Dipengaruhi Oleh Manajemen Kas. *Strategic: Jurnal Pendidikan Manajemen Bisnis*, 17(1), 39-45.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2008). Dasar-dasar manajemen keuangan perusahaan. *Jakarta: Erlangga*.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2012). *Fundamentals of financial management*: Cengage Learning.
- Culata, P. R. E., & Gunarsih, T. (2012). Pecking Order Theory and Trade-Off Theory of Capital Structure: Evidence from Indonesian Stock Exchange. *The Winners*, 13(1), 40-49.
- Dewi, U. (2017). Analisis Pengaruh Tingkat Likuiditas Terhadap Efisiensi Dan Kebutuhan Modal Kerja Pada PT Industri Telekomunikasi Indonesia (Persero). *Jurnal Ekonomi, Bisnis & Entrepreneurship*, 10(2), 91-103.
- Dewiningrat, A. I., & Mustanda, I. K. (2018). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, dan Struktur Aset Terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 7(7).
- Horne, J. C. V., & Wachowicz, J. M. (2012). Prinsip-prinsip manajemen keuangan. *Jakarta: Salemba Empat*.
- Jumono, S., Abdurrahman, A., & Amalia, L. (2013). Deteksi Praktis Aplikasi Pot (Pecking Order Theory). *Jurnal Ekonomi Universitas Esa Unggul*, 4(1), 17894.
- Kariyoto. (2014). *Buku Kerja Manajemen Keuangan*. Malang: UB Press.
- Misbach, F. (2014). Pengujian Trade off Theory: Apakah Perusahaan di Indonesia Melakukan Optimalisasi Hutang. *Jurnal Media Ekonomi dan Teknologi Informasi*, 22(1), 42-55.
- Muhammad. (2014). *Manajemen Keuangan Syariah analisis Fiqh dan Kontemporer*. Yogyakarta UPP STIM YKPN.
- Mutamimah, M., & Rita, R. (2009). Keputusan Pendanaan: Pendekatan Trade-Off Theory Dan Pecking Order Theory. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 10(1), 241-249.
- Nosita, F. (2018). Struktur Modal Optimal Dan Kecepatan Penyesuaian: Studi Empiris Di Bursa Efek Indonesia. *EKUITAS (Jurnal Ekonomi dan Keuangan)*, 20(3), 305-324.
- Oktavina, M., Manalu, S., & Yuniarti, S. (2018). Pecking order and trade-off theory in capital structure analysis of family firms in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 22(1), 73-82.
- Pontoh, N., Pelleng, F. A., & Mukuan, D. D. (2016). Analisis Profitabilitas Pada PT. Pegadaian (Persero) Kanwil V Manado. *JURNAL ADMINISTRASI BISNIS (JAB)*, 4(4).
- Radjamin, I., & Sudana, I. M. (2014). Penerapan pecking order theory dan kaitannya dengan pemilihan struktur modal perusahaan pada sektor manufaktur di negara Indonesia Dan Negara Australia. *Jurnal Manajemen Dan Bisnis Indonesia*, 1(3), 451-468.
- Rasid, A. U. (2018). Analisis Profitabilitas Pada PT. Fast Food Indonesia tbk. *Gorontalo Management Research*, 1(1), 44-58.
- Salim, M. A., & Rodoni, A. (2017). Analisis Capital Structure dalam Keuangan Islam. *JURNAL INDO-ISLAMIKA*, 7(2), 201-228.

- Sanjaya, S., & Rizky, M. F. (2018). Analisis Profitabilitas Dalam Menilai Kinerja Keuangan Pada PT. Taspen (Persero) Medan. *KITABAH: Jurnal Akuntansi dan Keuangan Syariah*.
- Suhardi, S., & Afrizal, A. (2019). BAGAIMANA PECKING-ORDER THEORY MENJELASKAN STRUKTUR PERMODALAN BANK DI INDONESIA?: University Library of Munich, Germany.
- Wiagustini, N. L. P., Ramantha, I. W., Sedana, I. B. P., & Rahyuda, H. (2017). Indonesia's Capital Structure: Pecking Order Theory or Trade-Off Theory. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 15(16), 119-131.
- Wikartika, I., & Fitriyah, Z. (2017). Testing Pecking Order Theory in Jakarta Islamic Index. *Manajemen Bisnis-MEBIS*, 1(2).
- Wikartika, I., & Fitriyah, Z. (2018). Pengujian Trade Off Theory dan Pecking Order Theory di Jakarta Islamic Index. *BISMA (Bisnis Dan Manajemen)*, 10(2), 90.
- Fatwa DSN MUI No 20 /DSN-MUI/X/2011 Bursa Efek Indonesia. <http://www.idx.co.id>, Otoritas Jasa Keuangan. <http://www.ojk.go.id/id/kanal/pasar-modal/data-dan-statistik/statistik-pasar-modal/Default.aspx>.