

PENGARUH SUKUK TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DAN IMPLIKASINYA TERHADAP KESEJAHTERAAN PEMEGANG SAHAM

Teguh Rimbawan¹⁾*, Negini Kencono Putri²⁾, Siti Maghfiroh³⁾

¹ Politeknik Muhammadiyah Tegal,

^{2,3} Universitas Jenderal Soedirman

*Korespondensi Penulis E-mail: teguh@polmuh.ac.id

Abstrak

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk membuktikan secara empiris bahwa sukuk memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dan untuk membuktikan secara empiris bahwa nilai perusahaan merupakan faktor yang memediasi korelasi antara sukuk dengan kesejahteraan pemegang saham. Populasi dalam penelitian ini yaitu perusahaan yang menerbitkan sukuk dan terdaftar di BEI. Metode penentuan sampel menggunakan metode purposive sampling. Dari total pengamatan sebanyak 42 perusahaan diperoleh 12 sampel. Berdasarkan hasil penelitian dan analisis data menggunakan metode uji Product of Coefficient / Sobel (Sobel, 1982), menunjukkan bahwa sukuk tidak berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan, dan Perusahaan Nilai bukanlah faktor yang memediasi hubungan antara pembiayaan sukuk dengan kesejahteraan pemegang saham. Implikasi teoritis dari hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis alternatif. Hal ini dapat dikaitkan dengan fakta bahwa pembiayaan sukuk yang dimiliki oleh perusahaan sampel terlalu kecil, rata-rata 2,3% dari total aset, sehingga pengaruh perubahan antara variabel yang diuji menjadi tidak signifikan. Proporsi kecil perusahaan sukuk karena sukuk belum dipandang sebagai efek menguntungkan baik di mata perusahaan, kreditor, dan investor.

Kata kunci: Sukuk, Nilai Perusahaan, Kesejahteraan Pemegang Saham, Produk koefisien, uji Sobel.

THE EFFECT OF SUKUK ON COMPANY VALUE AND ITS IMPLICATIONS ON THE WELFARE OF SHAREHOLDERS

Abstract

The purpose of this study is to prove empirically that Sukuk has a positive effect on Corporate Value, and to prove empirical that the Company Value is a factor that mediates the correlation between Sukuk with Shareholder Welfare. The population in this study is a company that issued sukuk and listed on BEI. The method of determining the sample is purposive sampling method. It is obtained 12 sample companies with total observation as much as 42. Based on the results of research and data analysis using Product of Coefficient / Sobel test method (Sobel, 1982), shows that Sukuk has no positive effect on Corporate Value, and Corporate Value is not a factor mediating relationship between Sukuk Financing with Shareholder Welfare. The theoretical implications of the results of this study do not support alternative hypotheses. This can be attributed to the fact that the sukuk financing owned by the sample companies is too small, averaging 2.3% of the total assets, so that the effect of the changes between the variables tested becomes insignificant. The small proportion of sukuk corporations due to sukuk has not been seen as a beneficial effect either in the eyes of companies, creditors, and investors.

Keywords: Sukuk, Firm Value, Shares Holders Welfare, Product of coefficient, Sobel test.

PENDAHULUAN

Aktivitas pada pasar modal syariah tidak mempunyai perbedaan dengan pasar modal konvensional, hanya saja pasar modal syariah memiliki ciri dimana produk dan sistem transaksi yang tidak melanggar prinsip syariah (BEI, 2015). Efek Syariah yang telah diterbitkan di pasar modal Indonesia meliputi Saham Syariah, Sukuk dan Unit Penyertaan dari Reksa Dana Syariah. Menurut data yang diterbitkan oleh OJK (2015) dalam Road Map Pasar Modal Syariah Indonesia 2015-2019, menyatakan bahwa sejak diterbitkan sukuk korporasi Indonesia yang pertama pada tahun 2002, hingga akhir tahun 2014 sukuk korporasi terus mengalami pertumbuhan walaupun *market share* nilai sukuk terhadap pasar obligasi dan sukuk baru menginjak angka 3,18%.

Dari sisi *supply*, pangsa pasar produk pasar modal syariah yang masih relatif kecil tersebut memberikan ruang yang besar bagi dunia usaha untuk menggunakan efeksyariah sebagai sumber pendanaan. Sedangkan dari sisi *demand*, populasi penduduk Indonesia yang besar merupakan potensi investor untuk berinvestasi pada efek syariah (OJK, 2015). Sebagai negara dengan jumlah penduduk muslim terbesar di dunia maka wajar apabila OJK selaku lembaga regulator pasar modal Indonesia, berharap bahwa sukuk akan berkembang dengan pesat. Tetapi perkembangan sukuk dibandingkan dengan perkembangan obligasi konvensional masih jauh tertinggal. Hal ini menjadi pertanyaan besar kenapa para pelaku pasar tidak memilih sukuk sebagai sumber pembiayaan mereka?

Oleh karena itu, penelitian ini menjadi penting yaitu dengan diketahuinya faktor-faktor yang mempengaruhi investor dalam pengambilan keputusan investasi mereka, maka para pemangku

kepentingan dalam pengembangan Pasar Modal Syariah Indonesia dapat menentukan langkah yang akan mereka ambil sesuai dengan posisi mereka masing-masing. Selain itu hasil penelitian ini diharapkan akan menjadi salah satu pertimbangan dari Otoritas Jasa Keuangan sebagai institusi yang ditunjuk pemerintah sebagai regulator Bursa Efek Indonesia sehingga Pasar Modal Syariah Indonesia dapat berkembang sesuai dengan harapan pemerintah, yaitu menjadi pusat pengembangan ekonomi syariah dunia.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS Struktur Modal

Keputusan penggunaan sukuk sebagai pembiayaan atau sumber pendanaan perusahaan merupakan keputusan bisnis yang penting. Karena menyangkut keberlangsungan kegiatan perusahaan membiayai pengembangan maupun proyek baru. Keputusan ini berhubungan dengan struktur modal. Struktur modal adalah gabungan dari sumber utang jangka panjang, saham biasa, dan penggunaan instrumen laba ditahan (Myers dan Majluf, 1984). Hal senada diungkapkan oleh Arsiraphongphisit dan Ariff (2005), struktur modal merupakan komposisi pendanaan antara ekuitas (modal sendiri) dan utang pada perusahaan. Oleh karena itu, keputusan jenis pendanaan sangat berkaitan erat dengan peningkatan kinerja perusahaan masa datang.

Alam et al. (2015), menyatakan bahwa sukuk menambah instrumen pembentuk struktur modal. Oleh karena itu, keputusan penggunaan sukuk sebagai sumber pendanaan perusahaan memiliki nilai strategi bagi perusahaan, karena akan mempengaruhi struktur modal dan tingkat *financial leverage* perusahaan. Penelitian mereka, menyimpulkan bahwa struktur modal akan menyebabkan implikasi yang

berbeda terhadap kinerja perusahaan dan kesejahteraan para pemegang saham.

Agency Theory

Para peneliti terdahulu membahas permasalahan hubungan antara struktur modal, nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham menggunakan kerangka pemikiran teori keagenan (*agency theory*). Ini dipicu karena adanya ketidaksepadanan informasi (*asymmetric informations*) antara manajemen sebagai pengelola perusahaan yang membutuhkan dana, dengan para investor (pemegang surat utang maupun pemilik saham) sebagai *principal* atau pemilik dana (Ross, 1973).

Dimana para investor beranggapan bahwa ketika perusahaan menggalang dana tambahan dengan cara menjual saham maupun mengeluarkan surat utang, maka perusahaan tersebut mempunyai prospek masa depan yang menjanjikan, ditunjukkan dengan nilai perusahaan (*firm value*) di masa depan yang lebih baik (obligasi sebagai kontrol). Sehingga investasi yang mereka tanamkan akan dapat dikembalikan sesuai dengan waktunya (*maturity time*), ditambah dengan tingkat bagi hasil (*return atau yield*) yang telah disepakati.

Berdasar teori diatas maka dapat diambil hipotesis sebagai berikut:

H₁: Pembiayaan sukuk berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Signaling Theory

Lebih lanjut Ross (1977), mengembangkan signaling theory dimana dia beranggapan adanya asymmetric information antara well-informed maneger dan poor-informed stockholder. Teori ini berdasarkan pemikiran bahwa manajer akan mengumumkan kepada investor ketika mendapatkan informasi yang baik, bertujuan untuk menaikkan nilai perusahaan (*firm value*), namun

investor tidak akan mempercayai hal tersebut begitu saja, karena manajer dianggap memiliki kepentingan pribadi. Sehingga manajemen perusahaan akan berusaha melakukan signaling melalui financial policy. Salah satunya yaitu dengan penerbitan surat utang berbasis syariah berupa sukuk (Fitriya, 2012).

Berdasar teori diatas maka dapat diambil hipotesis sebagai berikut:

H₂: Nilai perusahaan memediasi hubungan antara pembiayaan sukuk dengan kesejahteraan pemegang saham.

METODE PENELITIAN

Penelitian explanatory menurut Hartono (2013) yaitu untuk menjelaskan hubungan diantara variabel. Yaitu hubungan antara Pembiayaan Sukuk, Nilai Perusahaan, dan Kesejahteraan Pemegang Saham. Obyek penelitian ini yaitu laporan keuangan perusahaan, harga saham penutupan tahunan, dan laporan pembayaran deviden. Sumber data penelitian ini yaitu data base Bursa Efek Indonesia (BEI) yang diunduh dari www.idx.co.id, dan data base Otoritas Jasa Keuangan (OJK) yang diunduh dari www.ojk.go.id.

Populasi penelitian ini yaitu perusahaan yang menerbitkan sukuk dan terdaftar pada BEI. Metode penentuan

sampel menggunakan desain sampel purposive sampling, yaitu pengambilan sampel dari populasi berdasarkan suatu kriteria tertentu (Hartono, 2013). Kriteria penarikan sampel yaitu sebagai berikut:

Tabel 1
Kriteria Sampel Penelitian

No.	Kriteria	Jumlah
1.	Perusahaan penerbit sukuk masih beredar(<i>outstanding</i>) dalam periode 2010-2015 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).	22
2.	Tidak sebagai emiten saham pada BEI.	(9)
3.	Tidak memiliki laporan keuangan lengkap pada periode tahun 2010-2015	0
4.	Mengalami kejadian luar biasa yaitu gagal bayar (<i>default</i>)	(1)
Jumlah Sampel		12

Sumber: BEI dan OJK, 2010-2015, diolah

Tabel 2
Perusahaan Sampel Penelitian

No.	Kode Perusahaan	Nama Perusahaan
1.	ADHI	PT. Adhi Karya (Persero) Tbk.
2.	AISA	PT. Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk.
3.	BLTA	PT. Berlian Laju Tanker Tbk.
4.	ELTY	PT. Bakrieland Development Tbk.
5.	EXCL	PT. XL Axiata Tbk.
6.	ISAT	PT. Indosat Tbk.
7.	MAPI	PT. Mitra Adiperkasa Tbk.
8.	MPPA	PT. Matahari Putra Prima Tbk.
9.	MTDL	PT. Metrodata Electronics Tbk.
10.	MYOR	PT. Mayora Indah Tbk.
11.	SIMP	PT. Salim Ivomas Pratama Tbk.
12.	SMRA	PT. Summarecon Agung Tbk.

Sumber: BEI dan OJK, 2010-2015, diolah

Pembiayaan sukuk diprosikan dengan *Sukuk to Total Assets Ratio* (SAR), yaitu rasio tingkat kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka panjang dalam bentuk sukuk yang dikeluarkan oleh perusahaan. Ini menunjukkan besarnya total hutang dalam bentuk sukuk terhadap totalaktiva yang dimiliki oleh perusahaan. adalah rasio yang bermanfaatdalam mengukur berapa besar aset perusahaan yang didanaidari utang (sukuk) atau seberapa besar sukuk perusahaan berpengaruh pada pengelolaan aset (Fitriya, 2012).

Sukuk (SAR) diproxikan dengan perbandingan Nilai Buku Sukuk dengan Total Aset. Dapat diekspresikan ke dalam rumus sebagai berikut:

$$SAR = \frac{\text{Nilai Buku Sukuk}}{\text{Total Aset}}$$

Value dari perusahaan adalah harga yang bersedia dibayar calon pembeli jika perusahaan di jual (Lang et al, 1989). Diproxikan dengan nilai analisis

Tobin's Q (Fitria,2012). Diformulasikan sebagai berikut:

$$TQ = \frac{(MVE + DEBT)}{TA}$$

Keterangan:

- Nilai pasar dari saham biasa
- MVE : dikalikan dengan jumlah saham beredar.
- TA : Total Aset
- DEB
- T : Nilai buku utang

Rumus Nilai buku utang yaitu:

$$DEBT = (AVCL - AVCA) + AVLTD$$

Keterangan:

- Nilai akuntansi dari utang lancar perusahaan (utang AVCL : jangka pendek dan pembayaran pajak)
- AVLTD: Nilai akuntansi utang jangka panjang perusahaan
- Nilai akuntansi aset lancar
- AVCA : perusahaan (kas, persediaan dan piutang)

Kesejahteraan pemegang saham (R) merupakan peningkatan nilai bersih bisnis saat ini atau selisih nilai modal pemegang saham saat ini dibandingkan dengan nilai periode sebelumnya. Nilai kesejahteraan pemegang saham menyiratkan ukuran tertinggi keberhasilan perusahaan adalah sejauh mana perusahaan memperkaya pemegang saham. Kesejahteraan Pemegang Saham diproxikan dengan Return (R). Hartono (2015) menjelaskan bahwa total return adalah seluruh return dari suatu investasi pada periode tertentu. Definisi operasional:

$Return = Capital\ gain\ (loss) + Yield$
Capital Gain atau *Capital Loss* (CG/L) merupakan selisih dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode yang lalu, definisi operasionalnya sebagai berikut:

$$CG = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

P_t = harga saham pada saat tertentu
harga saham periode

P_{t-1} = sebelumnya

Jika harga investasi sekarang (P_t) lebih tinggi dari harga investasi periode lalu (P_{t-1}) ini berarti terjadi keuntungan modal (*capital gain*), apabila sebaliknya maka terjadi kerugian modal (*capital loss*). Definisi Yield dalam penghitungan saham, adalah persentase dividen terhadap harga saham periode sebelumnya. Sehingga definisi operasional sebagai berikut:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1} + D_1}{P_{t-1}}$$

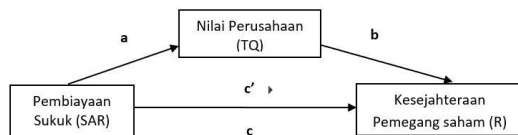
Keterangan:

R_t = return saham pada saat tertentu

P_t = harga saham pada saat tertentu

P_{t-1} = harga saham periode sebelumnya

D₁ = dividen pada periode tertentu
Menggunakan metode *Product of Coefficient* (Sobel Test, 1982)



Gambar 1 Model Regresi Mediasi Variabel SAR – TQ – R

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Regresi Persamaan I

Tabel 3
Hasil Regresi (TQ_{it} = α₁ + β₁ SAR_{it} + ε_{1it})

No.	Keterangan	Nilai
1.	A	0,749
2.	B	14,12
3.	T	1,949
4.	Signifikansi	0,058
5.	Std. Error	7,244
6.	R ²	0,087

Sumber: data diolah

Berdasarkan persamaan regresi diatas dapat dianalisis sebagai berikut:

a. Konstanta (α) sebesar 0,749 menyatakan bahwa jika Pembiayaan Sukuk konstan, maka Nilai Perusahaan (TQ) sebesar 0,749. Dari

hasil perhitungan uji t didapatkan hitung sebesar 1,949 dan nilai signifikan sebesar 0,058, maka hipotesis H1a di tolak ini berarti tidak ada pengaruh antara variabel Pembiayaan Sukuk (SAR) terhadap Nilai Perusahaan (TQ).

b. Analisis Koefisien Determinasi (R²): R Square pada persamaan pertama Pembiayaan Sukuk (SAR) terhadap Nilai Perusahaan (TQ) sebesar 0,087. Artinya, variasi Nilai Perusahaan dapat dijelaskan oleh variasi Pembiayaan Sukuk sebesar 8,7% sehingga varian variabel Nilai Perusahaan (TQ) yang tidak dijelaskan oleh variabel Pembiayaan Sukuk (SAR) adalah sebesar ε₁ = √1 - 0,087 = 0,96 atau 96%.

Hasil Regresi Persamaan II

Tabel 4
Hasil Regresi (R_{it} = α₂ + β₂ TQ_{it} + β₃ SAR_{it} + ε_{2it})

No.	Keterangan	Nilai	
		SAR	TQ
1.	A	0,821	0,821
2.	B	20,741	0,051
3.	T	2,040	0,241
4.	Signifikansi	0,048	0,811
5.	Std. Error	10,164	0,212
6.	R ²	0,112	

Sumber: data diolah

Berdasarkan persamaan regresi diatas, dianalisis sebagai berikut:

a. Konstanta (α) sebesar 0,821 menyatakan bahwa jika variabel Nilai Perusahaan (TQ) dan Pembiayaan Sukuk (SAR) konstan, maka nilai Kesejahteraan Pemegang Saham (R) sebesar 0,821.

b. Dari perhitungan uji secara parsial Pembiayaan Sukuk (SAR) diperoleh nilai t hitung sebesar 2,04 dan nilai signifikan 0,048, ini berarti bahwa terdapat pengaruh antara variabel Pembiayaan Sukuk (SAR) terhadap perubahan variabel Kesejahteraan Pemegang Saham (R). Perubahan variabel Pembiayaan Sukuk (SAR) mempunyai nilai koefisien regresi sebesar 20,741. Koefisien bertanda positif, berarti bahwa setiap peningkatan

Pembiayaan Sukuk (SAR) sebesar 1% akan mengakibatkan kenaikan Kesejahteraan Pemegang Saham (R) sebesar 20,741% (dengan catatan variabel independen lainnya konstan).

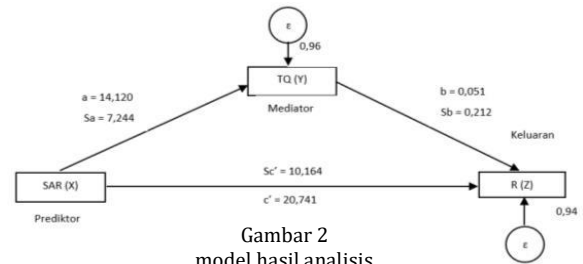
- c. Dari perhitungan uji secara parsial Nilai Perusahaan (TQ) diperoleh nilai t hitung sebesar 0,241 dan nilai signifikan 0,811, ini berarti bahwa tidak terdapat pengaruh antara variabel Nilai Perusahaan (TQ) terhadap perubahan variabel Kesejahteraan Pemegang Saham (R).
- d. Analisis Koefisien Determinasi (R^2): R Square pada persamaan kedua Pembiayaan Sukuk (SAR) dan Nilai Perusahaan (TQ) terhadap Kesejahteraan Pemegang Saham (R) sebesar 0,112. Ini berarti bahwa variasi Kesejahteraan Pemegang Saham (R) dapat dijelaskan oleh variasi Pembiayaan Sukuk (SAR) dan Nilai Perusahaan (TQ) sebesar 11,2% sehingga varian variabel Kesejahteraan Pemegang Saham (R) yang tidak dijelaskan oleh variabel Pembiayaan Sukuk (SAR) dan Nilai z hitung diperoleh nilai 0,213 lebih kecil dari pada z tabel dengan tingkat signifikan 0,05, yaitu 1,96, sehingga disimpulkan bahwa Nilai Perusahaan (TQ) tidak memediasihubungan antara Pembiayaan Sukuk(SAR) denganKesejahteraanPemegang Saham (R).Perusahaan (TQ) adalah sebesar $\epsilon^2 = \sqrt{1 - 0,112} = 0,94$ atau 94%.

Uji Hipotesis Pertama

Berdasar pada tabel 3 menunjukkan koefisien beta unstandardized dari regresi pengaruh Pembiayaan Sukuk (SAR) terhadap Nilai Perusahaan (TQ) sebesar 14,120 signifikansi 0,058, maka hipotesis 1 tidak didukung.

Uji Hipotesis Kedua

Berdasar hasil analisis pada Tabel 3 dan 4 maka dapat dibuat model hasil analisis jalur sebagai berikut:



PEMBAHASAN

Pembiayaan Sukuk Tidak Berpengaruh Terhadap Nilai

Hasil penelitian menunjukkan bahwa hipotesis alternatif ditolak. Hal ini disebabkan oleh karakter investor Indonesia yang tergolong sebagai investor rasional, dimana mereka lebih cenderung akan melakukan investasi terhadap efek yang memberikan keuntungan yang lebih besar, atau keuntungan yang minimal sama tetapi risikonya lebih kecil (Hartono, 2015).

Selain itu di masyarakat masih ada anggapan bahwa sukuk disamakan dengan obligasi konvensional baik terkait dengan keuntungan maupun resiko yang ditimbulkannya sama dengan hutang. Dengan semakin meningkatnya proporsi hutang terhadap modal sendiri maka resiko investasi akan semakin besar pula (Maxwell, 2012).

Dengan demikian dimata investor BEI, tingkat pembiayaan sukuk yang besar menandakan tingginyatingkat resiko kegagalan mengembalikan hutangnya. Ini dipandang investor sebagai resiko investasi, yang akhirnya menyebabkan turunnya harga saham.

Nilai perusahaan tidak memediasi hubungan antara pembiayaan sukuk dengan kesejahteraan pemegang saham.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Pembiayaan Sukuk tidak meningkatkan Nilai Perusahaan, yang padagilirannya diharapkan akan meningkatkan Kesejahteraan Pemegang Saham. Keadaan ini, karena keputusan manajemen perusahaan dalam penggunaan sukuk sebagai instrumen pembiayaan aktivitas bisnis, hanyamemanfaatkankesempatan bahwa keuangan syariah sedang berkembang di Indonesia (sukuk sebagai signal). Dengan ini perusahaan ingin memberikan signal kepada para investor melalui penerbitan sukuk, dengan harapan bahwa mereka akan dinilai oleh para calon investor di Indonesia yang memiliki presensi terhadap kegiatan ekonomi yang sesuai dengan hukum Islam (syariah), bahwa mereka adalah perusahaan yang sedang berkembang dan memiliki prospek masa depan yang bagus.

Perusahaan berharap para calon investor akan tertarik untuk berinvestasi pada saham yang mereka miliki sehingga harga saham mereka diharapkan akan naik pulaseiring dengan meningkatnya permintaan atas saham mereka. Namun pembiayaan sukuk tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini terjadi, karena penambahan Pembiayaan Sukuk tidak diimbangi oleh perubahan nilai pasar saham secara signifikan, sehingga Nilai Perusahaan tidak berubah. Demikian pula pengaruh nilai perusahaan terhadap Kesejahteraan Pemegang Saham. Pada saat nilai perusahaan tidak berubah secara signifikan karena nilai pasar saham tidak berubah signifikan maka return sebagai pembentuk proxi kesejahteraan pemegang Saham juga tidak mengalami perubahan yang berarti.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Simpulan penelitian ini yaitu:

1. Pembiayaan Sukuk (SAR) tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan (TQ).
2. Nilai Perusahaan (TQ) tidak memediasi hubungan antara Pembiayaan Sukuk (SAR) dengan Kesejahteraan Pemegang Saham (R).

Saran

Bagi manajemen perusahaan hasil penelitian ini mempunyai implikasi bahwa perusahaan tidak dapat menggunakan instrumen sukuk sebagai signal positif secara optimal kepada para calon investor. Sehingga setiap keputusan pemanfaatan sumber pendanaan perusahaan, terutama sukuk harus diperhitungkan dengan seksama.

Bagi investor penelitian ini berimplikasi bahwa mereka harus lebih cermat dalam pengambilan keputusan berinvestasi. Karena penerbitan sukuk tidak menjamin peningkatan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham. Hal ini berarti diperlukan informasi pendukung yang lebih banyak lagi dalam menentukan pilihan investasi mereka. Sehingga harapan keamanan dan perolehan hasil atas investasi mereka dapat terwujud.

Keterbatasan penelitian ini yaitu pada saat pengambilan sampel sesuai dengan kriteria penelitian, peneliti menemukan fakta perusahaan penerbit sukuk yang terdaftar di BEI banyak yang tidak sebagai emiten saham. Sehingga peneliti selanjutnya disarankan agar menggunakan variabel penelitian yang dapat mengakomodir semua perusahaan penerbit sukuk baik sebagai emiten saham maupun tidak. Sebagai contoh dengan memasukkan variabel makro ekonomi antara lain tingkat suku bunga SBI, *Industrial Production Index* (IPI), Indeks Harga Konsumen (IHK), dan nilai tukar rupiah terhadap dolar (*Exrate*).

DAFTAR PUSTAKA

- Alam, Nafis, M. Kabir Hassan dan Mohammad Aminul Haque. 2015. *Sukuk Issuance and Firm Value: Global Evidence*. Diakses 1 Juli 2016, <http://conference.qfis.edu.qa/app/media/7118>.
- Arsiraphongphisit, Oraluck. dan Ariff, Mohamed. 2005. *Optimal Capital Structure and Firm Value Australian Evidence: 1991-2003*. Diakses 8 September 2016, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.517.5499&rep1&type=pdf>,
- Fitriya, 2012. *The impact of Islamic Debt on firm performance (Thesis, Doctor of Philosophy (PhD))*. University of Waikato, Hamilton, New Zealand. Diakses 18 September 2016, <https://hdl.handle.net/10289/7675>
- Hartono, Jogiyanto. 2013. *Metodologi Penelitian Bisnis, Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*, Edisi 6, BPFE-Yogyakarta.
- Hartono, Jogiyanto. 2015. *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*, Edisi 15, BPFE-Yogyakarta.
- Lang, Larry H. P., René M. Stulz dan Ralph A. Walkling. 1989. *Managerial Performance, Tobin's Q, And Gains From Successful Tender Offers*. *Journal Of Financial Economics* 24, hal. 137-154.
- Maxwell, Ogbulu Onyemachi dan Kehinde, Emeni Francis. 2012. *Capital Structure And Firm Value: Empirical Evidence From Nigeria*. *International Journal Of Business And Social Science*, Vol. 3. No. 19, hal. 252-261.
- Myers, Stewart C. dan Majluf, Nicholas S. 1984. *Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information The Investors Do Not Have*. NBER Working Paper Series, No.1396. hal 1-57.
- OJK, Otoritas Jasa Keuangan, 2015. *Roadmap Pasar Modal Syariah 2015-2019*. Jakarta.
- Ross, Stephen A. 1973. *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*. American Economic Association. Mei 1973.
- Ross, Stephen A. 1977. *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8. No.1, hal. 23-40