

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **A. Landasan Teori**

##### **1. Pasar Modal Syariah**

Perkembangan sistem keuangan syariah dalam beberapa dekade terakhir nampaknya mempunyai pengaruh terhadap perkembangan pasar modal yang berbasis syariah, karena keberadaan pasar modal syariah telah menjadi suatu kebutuhan bagi para pelaku ekonomi yang tidak menghendaki transaksi ribawi.

Pasar modal syariah adalah pasar modal yang dijalankan dengan prinsip-prinsip syariah, setiap transaksi perdagangan dilaksanakan sesuai ketentuan syariat Islam. Kegiatan pasar modal yang berbasis syariah harus berdasarkan fatwa-fatwa DSN. Menurut fatwa No. 40/DSN-MUI/X/2003, pengertian efek syariah adalah efek sebagaimana dimaksud dalam perundang-undangan dibidang pasar modal yang akad, pengelolaan perusahaan, maupun cara penerbitannya yang harus memenuhi prinsip-prinsip syariah.

##### **a. Dasar Hukum Pasar Modal Syariah**

Pasar modal merupakan salah satu produk muamalah, transaksi di pasar modal menurut syariah tidak dilarang sepanjang tidak bertentangan dengan ketentuan yang telah digariskan oleh syariat Islam.

sesuai dengan prinsip syariah, dasar hukum yang digunakan dalam fatwa ini meliputi dalil-dalil yang berhubungan dengan prinsip-prinsip syariah yang dapat dijadikan sebagai pedoman pelaksanaan pasar modal secara umum dan pendapat dari para ulama diantaranya adalah:

- 1) QS. Al-Baqarah, 2: 275.

...وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا...

Artinya: "... dan Allah SWT menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba...".

- 2) QS. An-Nisa', 4: 29.

يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا

أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ...

Artinya: "Hai orang-orang yang beriman, janganlah kalian saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku suka sama suka diantaramu..."

- 3) QS. AL-Maidah, 5: 1.

يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ...

Artinya: "Hai orang-orang yang beriman, penuhilah akad-akad itu..."

- 4) Pendapat Dr. Wahbah al-Zuhaili dalam *Al-Fiqh al-Islami wa Adillatuhu* juz 3/1841: "Bermuamalah dengan (melakukan kegiatan

*transaksi atas) saham hukumnya boleh, karena pemilik saham adalah mitra dalam perseroan sesuai dengan saham yang dimilikinya” (Abdul Manan, 2009: 353).*

- 5) Pendapat para ulama tentang kebolehan jual beli saham pada perusahaan yang memiliki bisnis yang *mubah* antara lain dikemukakan oleh Dr. Muhammad ‘Abdul Ghaffar al-Syarif (al-Syarif, *Bu-huts Fiqhiyah Mu’ashirah*, Beirut. Dar Ibn Hazm, 1999: 78-79); Dr. Muhammad Yusuf Musa (Musa, *al-Islam wa Musykilatuna al-Hadhirah Silsilah al-Tsaqafah al-Islamiyah*, 1958: 58); Dr. Muhammad Rawas Qal’ahji, (Qal’ahji, *al-Muamalat al-Maliyah al-Mu’ashirah fi Dhaw’i al-Fiqh wa al-Syariah*, Beirut. Dar al-Nafa’is, 1999: 56); Syaikh Dr. ‘Umar bin ‘Abdul ‘Aziz al-Matruk (al-Matruk, *al-Riba wa al-Muamalat al-Mashrafiyyah*, Riyadh. Dar al-‘Ashimah, 1417: 369-375) menyatakan bahwa: “(Jenis kedua) adalah saham-saham yang terdapat dalam perseroan yang dibolehkan, seperti perusahaan dagang atau perusahaan manufaktur yang dibolehkan. Bermusahamah (saling bersaham) dan bersyirkah (berkongsi) dalam perusahaan tersebut serta menjualbelikan sahamnya, jika perusahaan itu dikenal serta tidak mengandung ketidakpastian dan ketidakjelasan yang signifikan, hukumnya boleh. Hal itu disebabkan karena saham adalah bagian dari modal yang dapat memberikan keuntungan

*manufaktur. Hal itu hukumnya halal tanpa diragukan”* (Abdul Manan, 2009: 354).

- 6) Keputusan Mukhtamar ke-7 *Majma’ Fiqh* Islami tahun 1992 di Jeddah: *“Boleh menjual atau menjaminkan saham dengan tetap memperhatikan peraturan yang berlaku pada perseroan”* (Abdul Manan, 2009: 355).

#### b. Proses Seleksi di Pasar Modal Syariah

Peraturan efek yang berdasarkan prinsip syariah tertuang dalam Peraturan Bapepam No. IX. A. 13 melalui Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor: Kep-130/BL/2006 yang kemudian pada tanggal 30 Juni 2009 disempurnakan dengan Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor: Kep-181/BL/2009 tentang penerbitan efek syariah (Departemen Keuangan RI, Bapepam-LK, 2009: 272) yang menetapkan bahwa kriteria kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip syariah adalah:

- 1) Perjudian dan permainan yang tergolong judi.
- 2) Perdagangan yang dilarang menurut syariah antara lain, perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang atau jasa dan perdagangan dengan penawaran atau permintaan palsu.
- 3) Jasa keuangan ribawi antara lain, bank berbasis bunga dan perusahaan pembiayaan berbasis bunga.
- 4) Jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*),

- 5) Memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan dan/atau menyediakan antara lain:
  - a) Barang atau jasa yang haram zatnya.
  - b) Barang atau jasa yang haram bukan karena zatnya yang telah ditetapkan oleh DSN-MUI.
  - c) Barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.
- 6) Melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (*risywah*).

Kriteria yang telah disebutkan di atas, selanjutnya menjadi dasar untuk menentukan emiten-emiten yang sahamnya dapat diikutsertakan dalam indeks saham JII. Sedangkan tahapan penyaringan saham perusahaan yang pertama adalah sebagai berikut:

- 1) Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan sudah tercatat lebih dari 3 bulan, kecuali termasuk dalam 10 kapitalisasi besar.
- 2) Saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahun yang memiliki rasio kewajiban terhadap aktiva maksimal sebesar 90%.
- 3) Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan selama satu tahun terakhir.
- 4) Evaluasi terhadap komponen indeks dilakukan setiap 6 bulan sekali.

Berdasarkan Peraturan No. II. K. I melalui Keputusan Ketua

dengan Kep-180/BL/2009 (Departemen Keuangan RI, Bapepam-LK, 2009: 8) tentang kriteria dan penerbitan daftar efek syariah yang menetapkan bahwa tahapan kedua kriteria rasio keuangan yang dijadikan standar minimal dalam proses penyaringan terhadap perusahaan adalah:

- 1) Rasio total utang ribawi (berbasis bunga) dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (45%: 55%).
- 2) Kontribusi pendapatan tidak halal dibandingkan dengan pendapatan tidak lebih dari 10%.

Proses seleksi bagi perusahaan supaya bisa masuk di pasar modal syariah jauh lebih rumit dibanding dengan suatu perusahaan yang akan masuk pasar modal konvensional. Saham-saham yang masuk dalam hitungan JII akan terus dievaluasi dari sisi ketaatannya terhadap prinsip-prinsip syariah. Apabila saham tersebut tidak lagi memenuhi prinsip syariah maka akan dikeluarkan dari JII dan akan digantikan oleh saham lain yang memenuhi prinsip syariah. Berlapisnya proses seleksi ini menyebabkan banyak perusahaan yang keluar dengan sendirinya, dengan demikian setiap saat ada saham yang keluar dan ada yang masuk ke JII.

### c. Instrumen Pasar Modal Syariah

Seiring berjalannya waktu, instrumen-instrumen investasi di pasar modal semakin berkembang. Prinsip-prinsip yang harus ditinggal

perjudian, dan spekulasi. Instrumen berbasis syariah dibentuk dengan tujuan memberikan sarana dan alternatif investasi dan pembiayaan yang berbasis syariah (Erry Firmansyah, 2010: 137).

Menurut Abdul Manan (2009: 225) instrumen yang diperbolehkan di pasar modal syariah dikelompokkan ke dalam tiga kategori, yaitu:

- 1) Sekuritas aset/proyek aset (*asset securitisation*) yang merupakan bukti penyertaan, baik dalam bentuk penyertaan *musyarakah* maupun *mudharabah*. Penyertaan *musyarakah* (*management share*) merupakan penyertaan yang mewakili modal tetap (*fixed capital*) dengan hak pengelola, pengawasan manajemen, dan hak suara dalam pengambilan keputusan. Sedangkan penyertaan *mudharabah* (*participation share*) adalah mewakili modal kerja dengan hak atas modal dan keuangan tersebut, tetapi tanpa hak suara, hak pengawasan atau hak pengelolaan.
- 2) Sekuritas utang (*debt securitisation*) atau penerbitan surat utang yang timbul atas transaksi jual beli atau merupakan sumber pendanaan bagi perusahaan.
- 3) Sekuritas modal, sekuritas ini merupakan emisi surat berharga oleh perusahaan emiten yang telah terdaftar dalam pasar modal syariah dalam bentuk saham. Sekuritas modal ini juga dapat dilakukan oleh

Sehubungan dengan hal tersebut di atas, maka efek-efek yang diperdagangkan dalam pasar modal syariah hanya yang memenuhi kriteria syariah seperti saham syariah, obligasi syariah, dan reksadana syariah. Adapun instrumen yang diharamkan dalam pasar modal syariah adalah:

1) *Preffered stock* (saham istimewa)

Saham istimewa adalah saham yang memberikan hak lebih besar daripada saham biasa dalam dividen pada waktu perseroan dilikuidasi. Karakteristik saham preferen diantaranya hak utama atas dividen, hak utama atas aktiva, penghasilan tetap, jangka waktu tidak terbatas, dan tidak punya hak suara. Alasan diharamkannya saham ini pertama, karena adanya keuntungan yang bersifat tetap, hal ini termasuk dalam kategori riba. Kedua, pemilik saham preferen diperlakukan secara istimewa terutama pada saat likuidasi, hal ini bertentangan dengan prinsip keadilan (Abdul Manan, 2009: 226).

2) *Forward contract*

*Forward contract* adalah salah satu jenis transaksi yang diharamkan karena bertentangan dengan syariah karena merupakan bentuk jual beli utang (*dayn bi dayn/debt to debt*) yang di dalamnya terdapat unsur riba, dan transaksinya dilakukan sebelum tanggal jatuh tempo (Abdul Manan, 2009: 226).

### 3) *Option*

*Option* merupakan transaksi yang tidak disertai dengan *underlying asset* atau *real asset* atau dengan kata lain objek yang ditransaksikan tidak dimiliki oleh penjual. *Option* termasuk dalam kategori *gharar* (penipuan/spekulasi) dan *maysir* (judi). Tetapi jika transaksi *option* merupakan representasi dari nilai *intangible asset*, maka dianggap sebagai nilai dari *real asset* dan dapat dibenarkan menurut syariah (Abdul Manan, 2009: 226).

Karakteristik transaksi *option*:

- a) Akad yang terjadi pada hak memilih saja dan obyeknya bukan surat berharga.
- b) Pada umumnya kesepakatan jual beli tersebut tidak terlaksana, tetapi diselesaikan dengan perolehan pembeli atas *option*-nya atau penjual atas perbedaan harga.
- c) Transaksinya disertai spekulasi atas naiknya harga pada keadaan ia membeli dan spekulasi atas turunnya harga pada saat ia menjual.
- d) Berlangsungnya peredaran hak memilih/transaksi *option* kembali dengan mencakup muamalah formalitas.
- e) Orang yang menjual surat berharga umumnya tidak memiliki barang tersebut pada waktu akad.

## 2. Investasi dalam Perspektif Islam

### a. Prinsip Investasi Syariah

#### 1) Prinsip Halal

Hukum dasar jual beli adalah halal, tetapi jika ada unsur *gharar* (ketidakpastian), maka transaksi jual beli menjadi haram dan dilarang oleh *syara'*. Dalam berinvestasi kita harus menggunakan cara yang halal dan meninggalkan cara-cara yang haram, karena sesuatu yang halal mengandung keberkahan, manfaat dan *maslahah* yang agung bagi manusia, membawa pengaruh positif bagi perilaku manusia, melahirkan pribadi yang *istiqamah* (selalu berada dalam kebaikan, kesalehan, ketakwaan, keihlasan dan keadilan), membentuk pribadi yang *zahid*, santun dan suci dalam segala tindakan, melahirkan pribadi yang *tasamuh*, berani menegakkan keadilan dan membela yang benar. Kehalalan tidak cukup hanya pada barang atau jasa melainkan juga termasuk penggunaannya. Penggunaan yang tidak benar atau untuk tujuan yang tidak benar, meskipun benda atau jasa tersebut pada asalnya adalah halal, ia dapat jatuh pada investasi yang haram (Abdul Manan, 2009: 204).

#### 2) Prinsip *Mashlahah*

*Mashlahah* yakni segala hal yang memberikan manfaat kepada pribadi, keluarga, lingkungan, dan menghindar dari segala keburukan dan hal yang merusak, baik kepada diri sendiri, keluarga,

### 3) Prinsip Terhindar dari Investasi yang Terlarang

Investasi yang dilarang dikelompokkan dalam dua bagian. Pertama, investasi yang haram diantaranya dilarang karena zatnya (*li dzatihi*) dan dilarang karena bukan atau selain zatnya (*li ghairihi*). Kedua, investasi yang *syubhat*, dalam terminologi syariah diartikan sebagai sesuatu perkara yang tercampur (antara halal dan haram) akan tetapi tidak diketahui secara pasti apakah ia sesuatu yang halal atau haram, dan apakah ia hak atau batil. Rasul SAW selalu menganjurkan kepada umatnya agar meninggalkan sesuatu yang masih diragukan hukumnya (Abdul Manan, 2009: 208).

### 4) Haram karena *Tadlis*

*Tadlis* (penipuan) dalam berinvestasi adalah menyampaikan sesuatu dalam transaksi bisnis dengan informasi yang diberikan tidak sesuai dengan fakta yang ada. Islam sangat melarang perbuatan tipu daya dan curang dalam melakukan investasi, dan hukumnya adalah haram (Abdul Manan, 2009: 211).

### 5) Haram karena *Gharar*

*Gharar* adalah melakukan sesuatu semaunya tanpa memiliki pengetahuan yang cukup terhadap sesuatu yang dilakukannya itu, atau mengambil risiko sendiri tanpa mengetahui apa akibat dan konsekuensinya. Dalam ilmu ekonomi, *gharar* lebih dikenal sebagai ketidakpastian. *Gharar* juga dapat berarti suatu unsur yang tidak

diperdagangkan, atau sesuatu yang tidak diketahui ketika transaksi (akad) dilaksanakan, sehingga mengakibatkan timbulnya suatu ketidakpastian (Abdul Manan, 2009: 213).

6) Haram karena *Maysir*

*Maysir* berarti mudah atau setiap permainan yang mengandung unsur pertaruhan (judi), seperti pada masa jahiliyah salah satu perjudian orang Arab yang menggunakan *qidah* (anak panah) dalam segala sesuatu. Allah melarang praktek *maysir*, akad investasi yang didasarkan pada judi dan taruhan karena akan membawa kemudharatan bagi semua pihak, terutama pihak yang melakukan akad (perjanjian) dalam berinvestasi (Abdul Manan, 2009: 215).

7) Haram karena Riba

Riba berarti pengambilan tambahan dari harta pokok atau modal secara batil yang bertentangan dengan prinsip muamalah dalam Islam. Kaum muslimin diharapkan agar berhati-hati dalam menginvestasikan hartanya agar tetap halal dan jauh dari riba (Abdul Manan, 2009: 217).

8) Terhindar dari *Ihtikar* dan *Najasy*

*Ihtikar* berarti upaya penimbunan barang dagangan untuk menunggu melonjaknya harga, atau biasa disebut monopoli. Sebagian ulama berpendapat bahwa barang yang ditimbun oleh

dibenarkan mengambil untung sedikitpun sebagai hukuman baginya. Adapun *najasy* adalah mempermainkan harga, dengan menawar dalam suatu pembelian dengan maksud agar orang lain menawar lebih tinggi dan orang yang menawar tersebut tidak bermaksud membeli hanya untuk mempengaruhi saja. Investasi yang dilakukan dengan cara *ikhtikar* dan *najasy* dilarang dalam syariat Islam karena cara bertransaksi seperti ini akan mendatangkan mudharat kepada kedua belah pihak (Abdul Manan, 2009: 220).

Prinsip dasar pasar modal syariah dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel 2.1**  
**Prinsip Dasar Pasar Modal Syariah**

Penyebab haramnya Transaksi		Implikasi di pasar modal
<i>Li Dzatih</i>		Efek yang diperjualbelikan harus merupakan representasi dari barang dan jasa yang halal.
<i>Li Ghairih</i>	<i>Tadlis</i>	1. Keterbukaan/transparansi informasi 2. Larangan terhadap informasi yang menyesatkan.
	<i>Taqrir</i>	Larangan terhadap transaksi yang mengandung ketidakjelasan objek yang ditransaksikan, baik dari sisi pembeli maupun penjual.
	<i>Riba fadhl</i>	Larangan atas pertukaran efek sejenis dengan nilai nominal berbeda.
	<i>Riba nasiyah</i>	Larangan atas perdagangan efek fiskal <i>income</i> yang bukan merupakan representasi <i>'ayn</i> .
	<i>Riba jahiliyah</i>	Larangan atas <i>short selling</i> yang ditetapkan bunga atas pinjaman.
	<i>Bai' najasy</i>	Larangan melakukan rekayasa permintaan untuk mendapatkan keuntungan di atas laba normal, dengan cara menciptakan <i>false demand</i> .

	<i>Ikhtikar</i>	Melakukan rekayasa penawaran untuk mendapatkan keuntungan di atas laba normal, dengan cara mengurangi <i>supply</i> agar harga jual naik.
Tidak sah akad	Rukun dan syarat	Larangan atas semua investasi yang tidak dilakukan secara <i>spot</i> .
	<i>Ta'alluq</i>	Transaksi yang <i>settlementnya</i> dikaitkan dengan transaksi lainnya (menjual saham dengan syarat).
	2 in 1	Dua transaksi dalam satu akad dengan syarat: 1. Objek sama 2. Pelaku sama 3. Periode sama.

Sumber: Sofyan Syafri Harahap dalam Abdul Manan (2009: 80).

#### b. Investasi vs Spekulasi

Islam mengajarkan bahwa semua perbuatan manusia baik yang bersifat vertikal (hubungan dengan Allah) maupun horizontal (hubungan manusia dengan manusia) merupakan investasi yang akan dinikmati baik didunia maupun diakhirat. Karena perbuatan manusia dipandang investasi maka hasilnya ada yang untung dan ada yang rugi, itulah yang disebut risiko. Hasil investasi yang didapatkan akan sesuai dengan besarnya sumber daya yang dikorbankan, baik yang langsung maupun tidak langsung, karena semua bentuk investasi mengandung risiko atau ketidakpastian. Husnan (dalam Muhamad Nafik, 2009: 70) mengemukakan bahwa risiko adalah kemungkinan hasil yang menyimpang dari harapan. Besarnya keuntungan yang diharapkan dari setiap sekuritas tidaklah sama, bergantung pada besarnya risiko yang

meminimalkan risiko dengan memperhatikan besarnya pengaruh masing-masing faktor tersebut.

Risiko dalam investasi timbul karena adanya ketidakpastian waktu dan besarnya *return* yang akan diterima investor, syariah tidak menafikan fenomena tersebut. Penyimpangan hasil itu tidak termasuk dalam kategori *maysir* (judi) maupun *gharar* (penipuan), karena menurut Adiwarmanto (2003, dalam Muhamad Nafik 2009: 71), *gharar* adalah transaksi yang mengandung ketidakpastian bagi kedua belah pihak yang melakukan transaksi sebagai akibat diterapkannya kondisi ketidakpastian dalam suatu akad yang secara alamiah seharusnya mengandung kepastian. Sedangkan *maysir* adalah permainan peluang atau suatu permainan ketangkasan, ketika salah satu (atau beberapa) pihak harus menanggung beban pihak lain sebagai konsekuensi keuangan akibat permainan tersebut. Tidak semua ketidakpastian disebut spekulasi, dan tidak semua *game of chance* dianggap sebagai perjudian.

Permainan peluang yang dianggap perjudian adalah yang hasilnya *zero sum game* sedangkan ketidakpastian yang memperoleh *return* tidak termasuk *gharar* maupun *maysir* karena hal itu merupakan konsekuensi suatu investasi (Muhamad Nafik, 2009: 71). Ketidakpastian *return* itu mendorong Islam untuk mengajarkan *win win solution* dalam kontrak investasi yang dilakukan oleh dua atau beberapa

yang dianggap adil karena keuntungan dan kerugian dibagi bersama sesuai dengan perjanjian yang telah disepakati.

Perbedaan antara keduanya dapat dilihat dari bagaimana mereka mendapatkan, memanfaatkan, dan berperilaku terhadap informasi. Spekulator selalu berpendapat bahwa informasi yang mereka miliki lebih baik dari informasi pelaku pasar yang lain, kelebihan informasi itu mengefektifkan suatu keputusan. Para spekulator memanfaatkan informasi yang tidak sempurna di pasar untuk melakukan *arbitrage* (membeli pada pasar yang harganya lebih rendah dan menjual pada pasar yang harganya lebih tinggi). Tindakan itu dilakukan oleh para spekulator dalam hitungan waktu yang sangat singkat dan menghabiskan biaya yang relatif tinggi untuk mendapatkan informasi.

Para spekulator berpendapat bahwa orang yang paling menguasai informasi akan mendapatkan keuntungan yang paling tinggi, mereka tidak memperdulikan kepentingan dan kondisi ekonomi para pelaku pasar yang lain, mereka hanya memikirkan kepentingan sendiri. Mereka berharap keuntungan yang sangat besar meskipun orang lain dirugikan. Baginya semua yang diperoleh adalah hasil dari jerih payahnya sendiri. Sedangkan para investor tidak begitu bergantung pada informasi tersebut walaupun mereka juga mengharapkan semua informasi tersebut, mereka ingin agar sekuritas atau aset bisa diperoleh dengan

Menurut Irfan Syauqi Beik (2003, dalam Jusmaliani 2008: 105) hakikat aktivitas spekulasi dapat dirinci sebagai berikut. Pertama, spekulasi bukan investasi, meskipun diantara keduanya ada kemiripan. Perbedaan yang sangat mendasar dari keduanya terletak pada spirit yang menjiwainya, bukan bentuknya. Kedua, spekulasi telah meningkatkan *unearned income* bagi sekelompok orang, tanpa memberikan kontribusi apapun baik yang bersifat positif maupun produktif. Ketiga, spekulasi merupakan sumber penyebab terjadinya krisis keuangan. Keempat, spekulasi adalah *outcome* dari sikap mental ingin cepat kaya.

Pada praktik dilapangan masih sulit membedakan antara tindakan investasi dan tindakan spekulasi karena keduanya sama-sama bertujuan untuk mendapatkan pengembalian lebih terhadap apa yang mereka lakukan, utamanya sebagai pelaku di pasar modal. Perbandingan keduanya dapat dilihat pada tabel 2.2 berikut:

**Tabel 2. 2**  
**Perbedaan Investor dan Spekulator**

<b>Investor</b>	<b>Spekulator</b>
Rasional dalam mengambil keputusan	Kadang-kadang tidak rasional
Berhati-hati dan melakukan analisis dengan cermat	Melakukan analisis dengan cermat walaupun kadang-kadang manipulatif
Mengumpulkan informasi selengkap mungkin	Memanfaatkan informasi yang simpang siur dan membuat rumor

	yang menguntungkan dirinya
Mengharapkan pengembalian pada jangka relatif panjang	Mengharapkan pengembalian dalam jangka yang relatif pendek ( <i>profit taking</i> )
Pada umumnya risiko yang diambil bersifat moderat	Memanfaatkan kondisi risiko tinggi dalam berspekulasi
Mengharapkan pengembalian sesuai dengan risiko	Mengharapkan pengembalian yang tinggi dan menolak pengembalian yang rendah
Menginginkan harga sekuritas sebagai cerminan informasi dan kondisi ekonomi yang sebenarnya, baik mikro maupun makro	Tidak peduli dengan kondisi perekonomian baik mikro maupun makro, lebih suka beraksi pada kondisi ekonomi yang bergejolak
Berdampak pada pasar yang bergejolak namun pasti (fluktuasi yang wajar)	Berdampak pada pasar yang bergejolak dengan fluktuasi yang tinggi

Sumber: Muhamad Nafik (2009: 76).

Spekulasi terjadi karena adanya kesenjangan informasi yang dimiliki oleh para pelaku pasar modal. Hal itu dapat diantisipasi dengan menciptakan sistem perdagangan yang memenuhi tiga hal, *fair infomation*, *full and all information*, dan *unmanipulated information*. Informasi yang adil akan membuat pasar bergerak sesuai dengan kondisi ekonomi yang sebenarnya baik mikro maupun makro. Semakin

.....

### 3. Struktur Modal

Struktur modal yang optimal pada suatu perusahaan adalah gabungan dari utang dan ekuitas yang memaksimalkan harga perusahaan. Pada saat tertentu, manajemen perusahaan menetapkan struktur modal yang ditargetkan, yang mungkin sudah merupakan struktur yang optimal, meskipun target tersebut bisa berubah-ubah dari waktu ke waktu (Weston dan Brigham, 2000: 180). Menurut ketentuan fiqh, istilah modal dapat diartikan sebagai "*segala sesuatu (kepemilikan harta) yang memungkinkan dapat menghasilkan harta lain*" (Syafei, 2004 dalam Burhanuddin, 2008: 9).

Teori struktur modal menjelaskan apakah ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan jika keputusan investasi dan kebijakan dividen dipegang konstan. Seandainya perusahaan mengganti sebagian modal sendiri dengan utang (atau sebaliknya) apakah harga saham akan berubah, jika perusahaan tidak merubah keputusan-keputusan keuangan lainnya. Dengan kata lain, kalau perubahan struktur modal tidak merubah nilai perusahaan berarti tidak ada struktur modal yang terbaik. Semua struktur modal adalah baik, tetapi apabila dengan merubah struktur modal ternyata nilai perusahaan juga berubah, maka akan diperoleh struktur modal yang terbaik.

Dalam menentukan komposisi struktur modal, perusahaan harus mempertimbangkan dengan cermat sifat dan biaya dari masing-masing

memiliki konsekuensi finansial yang berbeda. Oleh karena itu, perusahaan pada umumnya memperhatikan faktor-faktor yang mungkin mempunyai pengaruh penting terhadap struktur modal yang optimal.

a. Teori Struktur Modal

1) Pendekatan Tradisional

Struktur modal mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan, struktur modal bisa diubah-ubah agar bisa memperoleh nilai perusahaan yang optimal. Penggunaan utang bisa mempengaruhi nilai perusahaan. Penggunaan utang yang terlalu tinggi mengakibatkan nilai total perusahaan menurun, ini berarti ada struktur modal optimal (Mamduh, 2004: 297).

2) Modigliani dan Miller (MM)

Teori Modigliani dan Miller mengatakan bahwa dengan menggunakan utang yang lebih banyak, perusahaan bisa meningkatkan nilainya jika ada pajak. Peningkatan nilai disebabkan karena pemerintah bersedia mengurangi pajak jika perusahaan menggunakan utang, dan pajak yang dihemat dinikmati oleh pemilik modal sendiri untuk meningkatkan nilai perusahaan (Mamduh, 2004: 306). Pendekatan ini akan membawa pada kesimpulan semakin banyak penggunaan utang pada struktur modal maka semakin besar penghematan yang diraih sehingga semakin baik bagi nilai perusahaan. Teori tersebut sangat kontroversial, implikasi teori

banyaknya, tetapi dalam kenyataannya penggunaan utang sampai 100% justru tidak baik bagi perusahaan, semakin tinggi utang maka semakin besar risiko kebangkrutan.

### 3) Pendekatan *Trade-off*

Dalam kenyataannya ada hal-hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan utang sebanyak-banyaknya. Satu hal yang terpenting adalah dengan semakin tinggi utang akan semakin tinggi kemungkinan kebangkrutan, karena semakin tinggi utang maka semakin besar bunga yang harus dibayarkan. Kemungkinan tidak membayar bunga yang tinggi akan semakin besar. Pemberi pinjaman bisa membangkrutkan perusahaan jika perusahaan tidak bisa membayar utang (Mamduh, 2004: 309).

Biaya lain dari peningkatan utang adalah biaya keagenan utang. Teori keagenan mengatakan bahwa diperusahaan terjadi konflik antar pihak-pihak yang terlibat, seperti pihak pemegang utang dengan pemegang saham. Jika utang meningkat, maka konflik antar keduanya akan semakin meningkat karena potensi kerugian yang dialami oleh pemegang utang akan semakin meningkat. Dalam situasi tersebut pemegang utang akan semakin meningkatkan pengawasan terhadap perusahaan baik dalam bentuk biaya-biaya *monitoring* maupun dalam bentuk kenaikan tingkat bunga. Dengan adanya biaya-biaya tersebut, perusahaan dihadapkan pada pilihan

utang. Meskipun teori *trade off* dalam struktur modal memberikan pandangan yang baru, tetapi teori tersebut tidak memberikan formula yang pasti yang bisa memberi petunjuk berapa tingkat utang yang optimal (Mamduh, 2004: 311).

#### 4) *Pecking Order Theory*

Menurut teori ini, manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat utang yang optimal, karena kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. Donald Donaldson (1961, dalam Mamduh 2004: 313) melakukan pengamatan yang menunjukkan bahwa perusahaan yang menggunakan utang yang lebih rendah cenderung mempunyai keuntungan yang tinggi. Secara spesifik, urutan penggunaan dana dalam *pecking order theory* adalah sebagai berikut:

- a) Perusahaan memilih pendanaan internal yang diperoleh dari laba yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
- b) Perusahaan menghitung target rasio pembayaran didasarkan pada perkiraan kesempatan investasi. Perusahaan berusaha membayar dividen secara konstan.
- c) Kebijakan dividen yang konstan digabung dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang tidak bisa diprediksi akan menyebabkan aliran kas yang diterima perusahaan lebih besar dibanding dengan pengeluaran investasi pada saat-saat

d) Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dulu, kemudian baru surat berharga yang risikonya paling kecil.

*Pecking order theory* tidak mengindikasikan target struktur modal, teori tersebut hanya menjelaskan urutan pendanaan. Perusahaan akan mulai dengan dana internal dan sebagai pilihan terakhir adalah menerbitkan saham. Teori tersebut bisa menjelaskan kenapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat utang yang lebih kecil. Tingkat utang yang kecil tersebut tidak dikarenakan perusahaan mempunyai target utang yang kecil, tetapi karena mereka tidak membutuhkan dana eksternal. Tingkat keuntungan yang tinggi menjadikan dana internal mereka cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi.

#### 5) Teori Asimetri

Ketidaksamaan informasi adalah situasi dimana manajer memiliki informasi yang berbeda (yang lebih baik) mengenai prospek perusahaan daripada yang dimiliki investor. Asimetri informasi ini terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada para pemodal. Dengan demikian pihak manajemen mungkin berpikir bahwa harga saham saat ini sedang *over value* (terlalu mahal). Kalau hal ini yang diperkirakan terjadi, maka manajemen tentu akan berpikir untuk lebih baik menawarkan

dari yang seharusnya). Tetapi pemodal akan menafsirkan kalau perusahaan menawarkan saham baru, salah satu kemungkinannya adalah harga saham saat ini sedang terlalu mahal (sesuai dengan persepsi pihak manajemen). Sebagai akibatnya para pemodal akan menawar harga saham baru tersebut dengan harga yang lebih rendah. Karena itu emisi saham baru akan menurunkan harga saham (Mamduh, 2004: 314).

#### 6) *Signalling Theory*

Isyarat atau *signal* adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan hutang yang melebihi target struktur modal yang normal.

Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (sinyal) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru, lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan

isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah (Mamduh, 2004: 316).

#### 4. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Menurut Brigham dan Houston (2001: 39-42) terdapat banyak faktor yang mempengaruhi komposisi struktur modal perusahaan, baik yang dapat diukur maupun yang tidak. Faktor-faktor tersebut adalah:

##### a. Stabilitas penjualan

Perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh pinjaman dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Jika penjualannya stabil maka keuntungan yang akan diperoleh juga stabil, sehingga perusahaan dapat memenuhi kewajiban finansialnya.

##### b. Struktur aktiva

Perusahaan yang mempunyai aktiva tetap lebih banyak, seperti perusahaan *real estate* cenderung banyak menggunakan utang karena aktiva mereka dapat dijadikan jaminan kredit.

##### c. *Leverage* operasi

Perusahaan dengan *leverage* operasi yang kecil cenderung lebih mampu untuk memperbesar *leverage* keuangan, karena ia akan mempunyai risiko bisnis yang lebih kecil.

##### d. Tingkat pertumbuhan

Perusahaan yang tumbuh dengan pesat lebih banyak tergantung

biasanya lebih besar daripada biaya untuk penerbitan surat utang yang mendorong perusahaan untuk lebih banyak mengandalkan utang.

e. Profitabilitas

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi akan menggunakan utang yang relatif kecil. Laba ditahan yang tinggi sudah memadai untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

f. Pajak

Bunga adalah beban yang dapat dikurangkan untuk tujuan perpajakan, pengurangan tersebut sangat bernilai bagi perusahaan yang terkena tarif pajak yang tinggi. Jadi, makin tinggi tarif pajak perusahaan, makin besar keuntungan dari penggunaan utang.

g. Pengendalian

Pertimbangan pengendalian tidak selalu menghendaki penggunaan utang atau ekuitas karena jenis modal yang memberi keamanan bagi manajemen bervariasi dari suatu situasi ke situasi yang lain. Akan tetapi jika situasi manajemen sangat tidak aman, maka pengaruh struktur modal terhadap pengendalian perusahaan akan dipertimbangkan.

h. Sikap manajemen

Sikap manajemen perusahaan berbeda-beda, ada manajemen yang cenderung menggunakan banyak utang untuk mengejar laba,

i. Sikap pemberi pinjaman dan lembaga penilaian peringkat

Sikap para pemberi pinjaman dan perusahaan penilai peringkat (*rating agency*) sangat berpengaruh terhadap keputusan struktur keuangan. Pada umumnya, perusahaan membicarakan struktur modalnya dengan pemberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat dan nasihat yang diterima sangat diperhatikan.

j. Kondisi pasar

Kondisi pasar uang yang berfluktuasi akan berpengaruh terhadap harga saham yang berlaku, sehingga menyebabkan perubahan struktur modal perusahaan sampai target awal struktur modal dapat terpenuhi.

k. Kondisi internal perusahaan

Kondisi internal perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal. Konflik yang terjadi dalam perusahaan hendaklah dikelola dengan baik untuk kemajuan perusahaan sehingga tiap-tiap divisi dalam perusahaan mampu bekerjasama, karena ketidakseimbangan antar bagian akan berpengaruh terhadap struktur modal.

l. Fleksibilitas keuangan

Penyediaan dana yang mencukupi kebutuhan investasi mampu mendorong tingkat fleksibilitas keuangan dari sudut pandang operasional sebagai sarana produksi yang digunakan untuk mempertahankan kapasitas cadangan dana yang ada untuk memperoleh

## B. Penelitian Terdahulu

Sienly Veronica Wijaya dan Bram Hadianto (2008: 71-84) meneliti mengenai “Pengaruh Struktur Aktiva, Likuiditas, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Ritel di Bursa Efek Indonesia: Sebuah Pengujian Hipotesis *Pecking Order*”. Sampel yang digunakan sebanyak 9 perusahaan, data yang digunakan adalah data tahun 2000-2005. Hasilnya menunjukkan bahwa struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap struktur modal, ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal, likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Se Tin (2004: 30-43) meneliti tentang “Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal *Multiple Regression Model*”. Sampel yang digunakan sebanyak 25 perusahaan manufaktur tahun 2000-2001. Model yang digunakan untuk menganalisis data adalah model regresi berganda, hasil analisisnya menunjukkan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, tingkat pertumbuhan penjualan berpengaruh positif signifikan, dan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. dari ketiga variabel tersebut, struktur aktiva merupakan yang paling berpengaruh dibandingkan dengan tingkat pertumbuhan penjualan dan profitabilitas. Secara menyeluruh struktur aktiva,

Farah Margaretha dan Lina Sari (2005: 230-252) meneliti tentang “Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Multinasional di Indonesia”. Sampel yang digunakan sebanyak 11 perusahaan multinasional dari tahun 2000-2004 dengan menggunakan analisis regresi linear sederhana dan regresi linear berganda. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, tipe industri tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, dan kontrol kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Elyzabet Indrawati Marpaung (2010: 1-14) meneliti tentang “Pengaruh Pertumbuhan Penjualan, *Leverage* Operasi, dan Profitabilitas Terhadap Struktur Keuangan”. Sampel yang digunakan sebanyak 15 perusahaan tahun 2006-2008 dengan menggunakan analisis regresi linear berganda. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur keuangan, *leverage* operasi tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur keuangan, dan profitabilitas berpengaruh secara negatif signifikan terhadap struktur keuangan, dan ketiga variabel tersebut secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur keuangan.

Bram Hadianto dan Christian Tayana (2010: 15-39) meneliti tentang “Pengaruh Risiko Sistemik, Struktur Aktiva, Profitabilitas, dan Jenis Perusahaan Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Pertambangan:

emiten saham, dari data tahun 2000-2005. Hasilnya menunjukkan bahwa risiko sistematis, jenis perusahaan, dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal, sedangkan struktur aktiva berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

### **C. Hipotesis**

#### **1. Pengaruh likuiditas terhadap struktur modal**

Rasio likuiditas adalah rasio yang digunakan untuk menunjukkan hubungan kas dan aktiva lancar dengan kewajiban lancar. Menurut Hick (1946, dalam Ade 2006: 18) likuiditas suatu aset menunjukkan seberapa cepat aset tersebut dapat dikonversi menjadi uang kas, semakin cepat konversinya maka aset tersebut dikatakan semakin likuid.

Menurut Sienly dan Bram (2008: 74) perusahaan yang lebih banyak menggunakan aktiva lancar berarti perusahaan tersebut dapat menghasilkan aliran kas untuk membiayai aktivitasnya, sehingga perusahaan tidak membutuhkan utang dalam jumlah besar. Jadi, semakin tinggi tingkat likuiditas maka akan semakin rendah struktur modal yang digunakan. Hasil penelitian Sienly dan Bram (2008: 80) menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Berdasarkan uraian diatas, dirumuskan hipotesis yang pertama adalah:

H<sub>1</sub>: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal

## 2. Pegaaruh struktur aktiva terhadap struktur modal

Brigham dan Houston (2001: 39) menyatakan bahwa semakin banyak aktiva perusahaan yang dapat dijadikan agunan maka semakin mudah perusahaan mendapatkan utang. Perusahaan yang memiliki aset tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan utang dalam jumlah besar, karena aktivanya dapat dijaminakan untuk mendapat pinjaman (Agus Sartono, 2001: 248). Hasil penelitian Se Tin (2004: 38) menunjukkan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal. Berdasarkan pernyataan tersebut, dirumuskan hipotesis yang kedua adalah:

H<sub>2</sub> = Struktur aktiva berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

## 3. Pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal

Agus Sartono (2001: 248) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki laba ditahan yang besar akan lebih senang menggunakan labanya sebelum menggunakan utang. Hal ini berarti keuntungan periode sebelumnya merupakan faktor penting dalam menentukan struktur modal dan perusahaan tidak membutuhkan pendanaan dari luar.

Menurut model *pecking order*, perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan yang tinggi, akan mempunyai tingkat utang yang kecil, karena tingkat keuntungan yang tinggi menjadikan dana internal mereka cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi (Mamduh, 2004: 314). Hasil

berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan pernyataan tersebut maka dirumuskan hipotesis yang ketiga adalah:

$H_3$  = Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

#### 4. Pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal

Menurut Mamduh (2004: 345) perusahaan yang mempunyai tingkat penjualan yang tinggi akan lebih menguntungkan jika memakai utang. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang stabil dapat lebih aman memperoleh pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi (Brigham dan Houston 2001: 39). Jadi, perusahaan yang penjualannya tumbuh secara cepat akan perlu menambah aktivasnya, sehingga perusahaan akan mencari dana yang lebih besar.

Hasil penelitian Se Tin (2004: 39) menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Berdasarkan pernyataan tersebut, maka di rumuskan hipotesis yang keempat adalah:

$H_4$  = Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

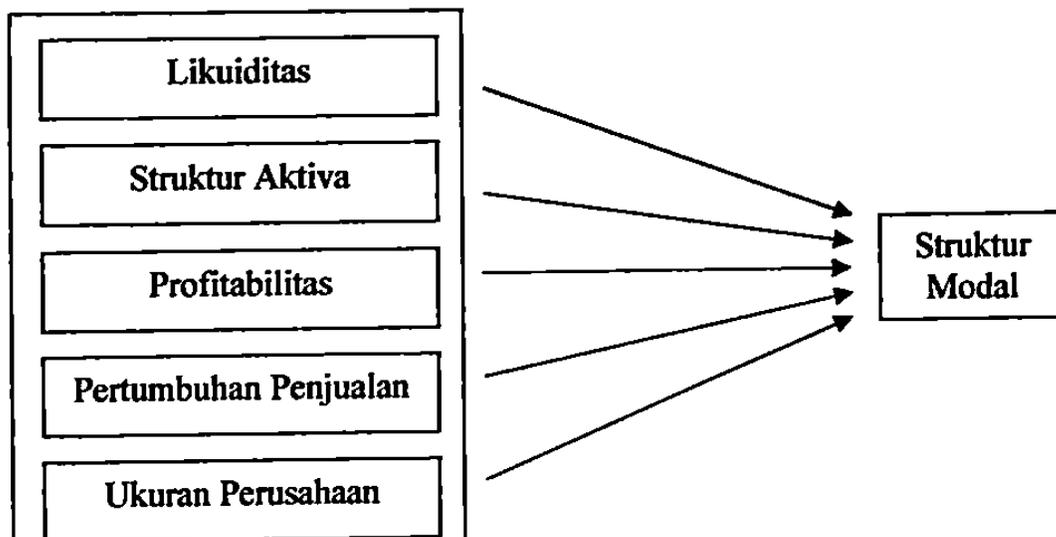
#### 5. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal

Ukuran perusahaan dapat digunakan sebagai *inverse proxy* untuk probabilitas kebangkrutan. Perusahaan yang besar cenderung terdiversifikasi sehingga akan menurunkan risiko kebangkrutan. Jadi perusahaan besar akan lebih mudah memperoleh pinjaman dibanding

Sartono (2001: 248) perusahaan yang berskala besar akan lebih mudah mendapatkan sumber dana, karena besarnya aktiva tetap yang dimiliki dapat digunakan sebagai jaminan. Hasil penelitian dari Sienly dan Bram (2008: 80) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Berdasarkan uraian di atas, maka dirumuskan hipotesis yang kelima adalah:

H<sub>5</sub> = Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

#### D. Model Penelitian



## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **A. Jenis Penelitian**

Penelitian ini termasuk dalam jenis penelitian literatur (*library research*) karena data yang diperoleh berasal dari data sekunder, selanjutnya dilakukan analisis terhadap data yang diperoleh dengan menggunakan metode yang sesuai dengan permasalahan yang diangkat penulis. Penelitian jenis ini bisa berupa rangkuman atas logika teoritik yang dikembangkan oleh peneliti atau berupa penelusuran atas pengembangan hipotesa (Syamsul Hadi, 2006 dalam Ndaru 2010: 52).

#### **B. Populasi dan Sampel**

Populasi yang diambil dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII). Pemilihan populasi dalam penelitian dilakukan dengan pertimbangan JII merupakan tolok ukur bagi perkembangan jenis saham yang sesuai dengan hukum Islam. Disamping itu, saham yang masuk dalam JII termasuk saham yang tergolong cukup aktif, atau dengan kata lain untuk menghindari penggunaan *sleeping stock* dalam sampel, agar bias dari kesimpulan yang dibuat tidak terjadi karena penggunaan sampel yang kurang homogen.

Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini