

JURNAL ILMIAH MANAJEMEN BISNIS DAN INOVASI
UNIVERSITAS SAM RATULANGI (JMBI UNSRAT)

**PENGARUH *AGENCY COST OF FREE CASH FLOW* DALAM PENGAMBILAN
KEPUTUSAN MANAJEMEN PERUSAHAAN DALAM MENERBITKAN SUKUK**

Angelica Nadia Fatmala

Universitas Airlangga, Surabaya

ARTICLE INFO

Keywords:

Sukuk, Bond, Financing, agency cost of free cash flow, logistic regression.

Kata Kunci:

Sukuk, Bond, Financing, agency cost of free cash flow, logistic regression.

Corresponding author:

Angelica Nadia Fatmala

angelica.nadia.fatmala-2018@feb.unair.ac.id.

Abstract. *Sukuk is a funding instrument that companies can use to obtain funds for future investment projects. The company first issued sukuk in Indonesia in 2004 with high demand from creditors, so that in 2017 the total sukuk issued by companies reached 137 sukuk. Previous research has proven that sukuk can be one of the policies implemented by companies to reduce agency costs of free cash flow. Research in Malaysia found that companies facing agency costs of free cash flow tend to issue sukuk rather than bonds to minimize agency costs of free cash flow. Research related to agency costs of free cash flow and funding decision making with tribes in Indonesia is still very limited. Therefore, research was conducted regarding the influence of agency costs of free cash flow on companies' decision to issue sukuk rather than bonds. The number of samples used in this research were companies that had issued sukuk from 2004 to 2017. After the data had been collected and selected, 106 sukuk and bond issuance data with clear information were used. Based on the results of logistic regression, it is known that companies that experience agency costs of free cash flow do not choose to issue sukuk compared to bonds. The results of this study are different from the results of research in Malaysia which showed significant results.*

Abstrak. Sukuk merupakan salah satu instrumen pendanaan yang dapat digunakan perusahaan untuk memperoleh dana dalam proyek investasi di masa depan. Sukuk pertamakali diterbitkan perusahaan di Indonesia pada tahun 2004 dengan peminat kreditor yang tinggi hingga pada tahun 2017 total sukuk yang telah diterbitkan oleh perusahaan dapat mencapai 137 sukuk. Penelitian sebelumnya membuktikan bahwa sukuk dapat menjadi salah satu kebijakan yang dilakukan perusahaan untuk mengurangi agency cost of free cash flow. penelitian di Malaysia menemukan bahwa perusahaan yang menghadapi agency cost of free cash flow cenderung menerbitkan sukuk daripada obligasi untuk meminimalisir adanya agency cost of free cash flow. Penelitian terkait agency cost of free cash flow dan pengambilan keputusan pendanaan dengan suku di Indonesia masih sangat terbatas. Oleh sebab itu, dilakukan penelitian terkait pengaruh agency cost of free cash flow terhadap pengambilan keputusan perusahaan untuk menerbitkan sukuk daripada obligasi. Jumlah sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah perusahaan yang telah menerbitkan sukuk mulai tahun 2004 hingga 2017. Setelah data dikumpulkan dan diseleksi, digunakan 106 data penerbitan sukuk dan obligasi dengan informasi yang jelas. Berdasarkan hasil regresi logistik, diketahui bahwa perusahaan yang mengalami agency cost of free cash flow tidak memilih untuk menerbitkan sukuk dibandingkan obligasi. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian di Malaysia yang menunjukkan hasil yang signifikan.

PENDAHULUAN

Pendanaan suatu perusahaan menjadi sangat penting ketika perusahaan akan memutuskan untuk menggunakan dana pinjaman atau modal sendiri. Dana yang telah didapatkan nantinya akan digunakan perusahaan untuk membiayai alternatif investasi yang tersedia. Perusahaan yang menggunakan modal sendiri akan menggunakan laba ditahan atau penerbitan saham dan perusahaan yang menggunakan dana pinjaman akan menggunakan utang bank atau obligasi.

Menggunakan modal sendiri atau dengan dana pinjaman dapat menyebabkan agency problem pada perusahaan dikarenakan hal ini akan berakibat pada nilai pasar perusahaan dan juga harga pasar saham perusahaan. Konflik yang terjadi akan mengakibatkan agency cost antara manajer dengan shareholders. Jensen (1976) mendefinisikan agency cost sebagai: (1) *the monitoring expenditures by the principal*, (2) *the bonding expenditures by the agent*, (3) *the residual loss*. Aktivitas pendanaan menggunakan dana pinjaman atau utang dianggap lebih menguntungkan karena akan mengurangi pajak atas laba perusahaan, karena jumlah pendapatan yang diterima oleh kreditur dan pemegang saham pada perusahaan yang menggunakan utang lebih besar daripada perusahaan yang tidak menggunakan utang (Sudana;2015:170).

Harus ada paragraf penggunaan dana sendiri bisa menyebabkan expropriasi Meminjam dana di bank merupakan alternatif paling mudah yang dapat dilakukan perusahaan ketika akan melakukan aktivitas pendanaan. Tetapi hal itu bisa menjadi masalah bagi perusahaan ketika bank membatasi kegiatan operasional yang dilakukan oleh perusahaan. Selanjutnya, ada alternatif sumber dana yang bisa dipilih oleh perusahaan yaitu menerbitkan obligasi. Pada praktiknya menerbitkan obligasi atau meminjam dari bank sama-sama membayar bunga dan juga membayar nilai pokok pinjaman. Yang menjadi pembeda adalah perusahaan tidak dibatasi oleh investor yang menanamkan dana mereka pada obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan.

Perkembangan industri keuangan saat ini tidak hanya selalu tentang konvensional, tetapi industri keuangan syariah juga berkembang mengikuti trend yang terjadi saat ini. Hal ini ditandai dengan berdirinya Nasser Social Bank di Kairo pada tahun 1971. Kemudian diikuti dengan berdirinya Islamic Development Bank (IDB) dan The Dubai Islamic pada tahun 1975, Faisal Islamic Bank of Egypt, Faisal Islamic Bank of Sudan, dan Kuwait Finance House tahun 1977 (Adrian, 2011).

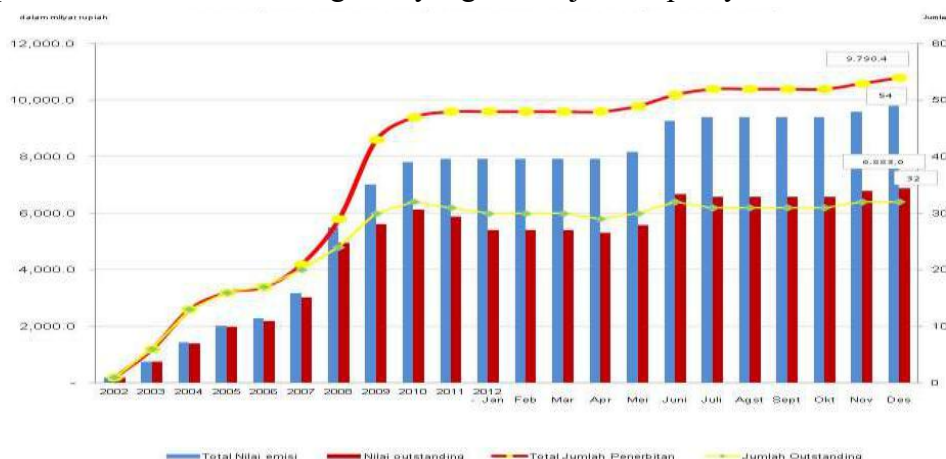
Munculnya perbankan syariah menimbulkan alternatif pendanaan dengan menggunakan instrumen yang ada di pasar modal syariah seperti saham syariah atau sukuk (obligasi syariah). Menurut AAOIFI (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions) sukuk adalah sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan yang tidak dibagikan atas suatu aset, hak manfaat, dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan investasi tertentu (Huda, 2010). Adapun penerbitan sukuk didasari pada prinsip-prinsip syariah berikut: (1) *the certificates must represent ownership intangible assets, usufruct or services of revenue-generating firms*; (2) *payments to investors should come from after-tax profits*; and (3) *the value repaid at maturity should reflect the current market price of the underlying asset not the original amount invested*. (Godlweski, 2013)

Penerbitan sukuk pertama kali dilakukan oleh negara Yordania dan Pakistan. Pada tahun 1981 Yordania menerbitkan Muqaradah Bond Act sedangkan Pakistan menerbitkan The Madarabas Company dan Madarabas Ordinance pada tahun 1980. Fenomena penerbitan sukuk di Indonesia pertama kali dilakukan oleh PT Indosat Tbk pada tahun 2002 dengan nilai outstanding mencapai Rp. 175 miliar.

Penerbitan sukuk oleh Indosat pada tahun 2002 merujuk dengan dikeluarkannya Fatwa oleh Dewan Syariah Nasional No: 32/DSN-MUI/IX/2002. "Obligasi Syariah adalah suatu surat berharga

jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.” (Adrian, 2011).

Berdasarkan grafik pada gambar 1.1 dapat dilihat bahwa perkembangan penerbitan sukuk di Indonesia pada tahun 2002 tidak menunjukkan perkembangan yang bagus karena baru pada tahun 2003 jumlah sukuk beredar bertambah menjadi 6. Nilai emisi pun bertambah dari Rp. 175 Miliar menjadi Rp. 740 Miliar. Perkembangan penerbitan sukuk di Indonesia pada tahun 2002-2012 sangat pesat dengan bertambahnya sukuk yang beredar di pasar modal menjadi 54 dengan nilai emisi mencapai Rp. 9.740,4 Miliar. Berikut grafik yang menunjukkan pernyataan tersebut:

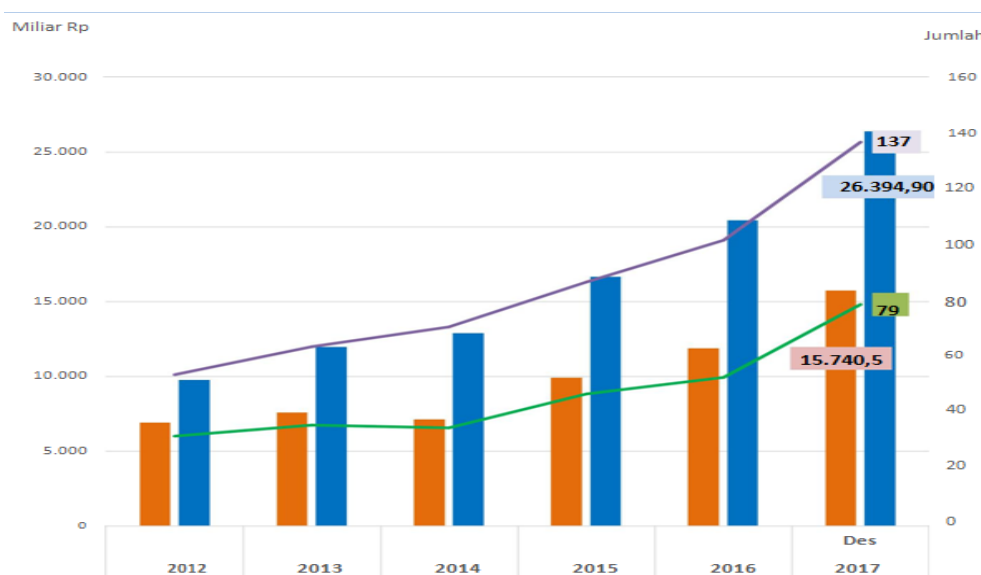


Sumber: Otoritas Jasa Keuangan

Gambar 1.1

Grafik Penerbitan Sukuk Korporasi di Indonesia Tahun 2002-2012

Berdasarkan grafik pada gambar 1.2 jumlah sukuk beredar mencapai 137 dari yang sebelumnya hanya 54 dengan total emisi mencapai Rp. 26.394,90 miliar dari yang sebelumnya hanya Rp. 9.740,4 miliar. Berikut grafik yang menunjukkan pernyataan tersebut:



Sumber: Otoritas Jasa Keuangan

Gambar 1.2

Grafik Penerbitan Sukuk Korporasi di Indonesia

Berdasarkan kesepakatannya perbedaan sukuk dengan obligasi lebih didasarkan kepada tingkat keamanan yang ditawarkan oleh perusahaan karena sukuk menerapkan sistem bagi hasil sebagai pengganti bunga dan mempunyai transaksi pendukung (*underlying-asset*) berupa sejumlah aset tertentu yang dijadikan dasar penerbitan sukuk yang menjamin bahwa investor yang telah membeli sukuk kepemilikannya dijamin oleh aset perusahaan penerbit sukuk. Sedangkan untuk obligasi hanya sebatas surat utang yang berkewajiban membayar bunga dan juga membayar nilai obligasi tiap jatuh tempo.

Azmat *et al.*, (2014), mengemukakan bahwa ada perbedaan antara penerbitan sukuk dengan *conventional bonds*, bagi investor sukuk lebih memberikan rasa aman dibandingkan *conventional bonds* karena sukuk memiliki *under lying* berupa aset. Mohamed *et al.*, (2015), meneliti motivasi perusahaan menerbitkan sukuk atau obligasi menggunakan *partial adjustment models*, hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan penerbit sukuk ditandai dengan *growth opportunities* yang lebih tinggi. Lebih lanjut Halim *et al.*, (2016), meneliti pengaruh *agency cost* terhadap penerbitan sukuk, hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi memiliki kecenderungan menerbitkan sukuk dibandingkan dengan menerbitkan obligasi. Berdasarkan kedua penelitian dan fenomena yang telah dikemukakan di awal maka penulis berkeinginan melakukan penelitian terkait hal tersebut di Indonesia.

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Financing Theory

Financing atau pembiayaan, adalah pendanaan yang dibutuhkan untuk mendukung investasi yang telah direncanakan, baik dilakukan sendiri maupun dijalankan orang lain (Mohammed *et al.*, 2015). Dalam arti sempit, pembiayaan dipakai untuk mendefinisikan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan dengan mengajukan pinjaman hutang kepada lembaga pembiayaan atau menerbitkan saham (Mohammed *et al.*, 2015).

Terdapat beberapa bentuk sumber dana yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk mendanai investasi bisnis mereka, salah satunya adalah mengajukan pinjaman kepada lembaga pembiayaan keuangan, pembiayaan dengan mengajukan pinjaman ini dikenal dengan istilah *Debt Financing*. Kedua adalah penerbitan surat kepemilikan perusahaan kepada masyarakat untuk pendanaan investasi yang akan dilakukan hal ini dikenal dengan *issue share*.

Dalam teori *pecking order*, perusahaan yang menerbitkan saham pada saat perusahaan sedang *growth* dan adanya asimetris informasi akan memberikan sinyal bahwa perusahaan tersebut sedang *overvalue* dan membuat investor menjual sahamnya yang menyebabkan harga saham turun (Ross, 1977). Sehingga, perusahaan yang *growth* akan cenderung menggunakan dana internal seperti hutang dan *retained earning* agar dapat mempertahankan harga saham mereka. Menurut Ross (1977), Semakin tinggi *debt financing* yang dimiliki perusahaan dapat memberikan sinyal bahwa nilai perusahaan lebih tinggi. Hal ini dikarenakan perusahaan yang besar dapat mentoleransi biaya pinjaman dan berhasil menghadapi resiko kebangkrutan.

Setiap sumber pendanaan memiliki biaya masing masing. Untuk sumber pendanaan *debt based financing* biayanya adalah *interest payment* atau kewajiban membayar bunga pinjaman dan pinjaman pokoknya. Tingginya pembayaran bunga ini dapat meningkatkan keuntungan pajak, namun tingginya *debt financing* ini juga diikuti dengan peningkatan *cost of bankruptcy risk* (Campbell, 1979). Keuntungan pajak ini dapat digunakan lagi oleh manajemen untuk investasi baru atau menguatkan modal kerja untuk menjalankan bisnisnya (Ross, 1977). Untuk sumber pendanaan dengan menerbitkan

surat kepemilikan akan memiliki biaya yang ditujukan pada pemilik perusahaan saat ini. Current shareholder perusahaan akan kehilangan monopoly profit dari investasi yang akan dilakukan sehingga profit yang akan diperoleh shareholder perusahaan akan berkurang (Campbell, 1979). Oleh karena itu, manajemen perlu membuat pertimbangan yang matang pada keputusan pendanaan investasi yang akan dilakukan agar dapat memaksimalkan keuntungan bagi shareholder (Campbell, 1979).

Sukuk

Menurut POJK nomor 18/04/2015 pasal 1 ayat 1, sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi (syuyu'/undivided share), atas aset yang mendasarinya. Selanjutnya, pasal 2 yaitu mengatur tentang aset yang menjadi dasar sukuk wajib tidak bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal. Alam (2010) mendefinisikan sukuk sebagai innovative debt security which is similar to the conventional bond with respect to cash flow and risk.

Menurut AAOIFI (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions) (Dalam Huda dan Heykal, 2010:265) sukuk adalah sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan yang tidak dibagikan atas suatu aset, hak manfaat, dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan investasi tertentu. Berikut karakteristik sukuk menurut Huda dan Heykal (2010:265):

- a. Merupakan bukti kepemilikan suatu aset berwujud atau hak manfaat (beneficial title).
- b. Pendapatan berupa imbalan (kupon), margin, dan bagi hasil, sesuai jenis akad yang digunakan.
- c. Terbebas dari unsur riba, gharar, dan maysir.
- d. Penerbitannya melalui special purpose vehicle (SPV).
- e. Memerlukan underlying asset.
- f. Penggunaan proceeds harus sesuai prinsip Islam.

Menurut POJK nomor 15/04/2015 Pasal 1 ayat 1 yang dimaksud dengan akad syariah adalah perjanjian atau kontrak tertulis antara para pihak yang memuat hak dan kewajiban masing-masing pihak yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal. Jenis-jenis dari akad syariah dijelaskan di POJK nomor 53/04/2015 pasal 1 yang dimaksud dengan :

- Ijarah adalah perjanjian (akad) antara pihak pemberi sewa atau pemberi jasa (mu'jir) dan pihak penyewa atau pengguna jasa (musta'jir) untuk memindahkan hak guna (manfaat) atas suatu objek Ijarah yang dapat berupa manfaat barang dan/atau jasa dalam waktu tertentu dengan pembayaran sewa dan/atau upah (ujrah) tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan objek Ijarah itu sendiri.
- Istishna adalah perjanjian (akad) antara pihak pemesan atau pembeli (mustashni') dan pihak pembuat atau penjual (shani') untuk membuat objek Istishna yang dibeli oleh pihak pemesan atau pembeli (mustashni') dengan kriteria, persyaratan, dan spesifikasi yang telah disepakati kedua belah pihak.
- Kafalah adalah perjanjian (akad) antara pihak penjamin (kafiil/guarantor) dan pihak yang dijamin (makfuul 'anhu/ashiil/orang yang berutang) untuk menjamin kewajiban pihak yang dijamin kepada pihak lain (makfuul lahu/orang yang berpiutang).
- Mudharabah (qiradh) adalah perjanjian (akad) kerjasama antara pihak pemilik modal (shahib al-mal) dan pihak pengelola usaha (mudharib) dengan cara pemilik modal (shahib al-mal) menyerahkan modal dan pengelola usaha (mudharib) mengelola modal tersebut dalam suatu usaha.
- Musyarakah adalah perjanjian (akad) kerjasama antara dua pihak atau lebih (syarik) dengan cara menyertakan modal baik dalam bentuk uang maupun bentuk aset lainnya untuk melakukan suatu usaha.

- Wakalah adalah perjanjian (akad) antara pihak pemberi kuasa (muwakkil) dan pihak penerima kuasa (wakil) dengan cara pihak pemberi kuasa (muwakkil) memberikan kuasa kepada pihak penerima kuasa (wakil) untuk melakukan tindakan atau perbuatan tertentu.

Agency cost of free cash flow dan Penerbitan Sukuk

Halim ,et al. (2016) membagi dua pengertian tentang agency cost of free cash flow, pengertian pertama yaitu free cash flow, didefinisikan sebagai arus kas yang tersisa setelah semua keuntungan dari investasi dilakukan (Jensen, 1986). Stulz dan Johnson (1985) menyatakan bahwa cash flow yang dapat dikendalikan pada titik optimal dapat mengurangi biaya keagenan yang timbul dari keleluasaan manajer. Untuk mengukur free cash flow, berdasarkan Lang, et al. (1991) free cash flow as operating income before depreciation minus interest expense, taxes, preferred dividends, and common dividends, scaled by total sales.

$$\text{Free cash flow} = \frac{\text{Operating income before depreciation} \\ \text{minus interest expense, taxes,} \\ \text{preferred dividends, and common dividends}}{\text{Total sales}} \dots\dots\dots(1)$$

Menurut Richardson (2006), free cash flow adalah arus kas diluar apa yang diperlukan untuk mempertahankan asset pada tempatnya dan untuk mendanai investasi baru yang diharapkan. Apabila kondisi free cash flow berlebihan dan tidak terkontrol dengan baik, dapat menyebabkan resiko manajemen melakukan cash expropriation untuk kepentingan pribadi mereka akan tinggi dan hal ini dikenal dengan istilah agency problem (Stulz, 1990). John dan John (1991) dan Esty (2003) menyatakan bahwa project finance packaging membuat leverage yang diperoleh dari dana pinjaman dialokasikan pada asset tertentu yang telah disepakati, hal ini dapat mendisiplinkan manajemen untuk menggunakan kas yang tersedia dengan hati-hati dan mengurangi resiko cash expropriation. Selain itu, dengan penggunaan sumber pendanaan berbasis proyek, insentif manajemen dapat dimonitor dengan lebih mudah karena asset perusahaan dan asset proyek berbeda sehingga dapat mengurangi resiko cash expropriation (Subramanian et al., 2008). Manajemen yang mengetahui manfaat dari project package financing akan cenderung menerbitkan sukuk yang memiliki karakteristik sama yakni menyalurkan kas pada asset tertentu dengan harapan dapat meminimalisir resiko cash expropriation yang dilakukan oleh manajemen (Alam, 2010 dan Halim et al., 2016). Dengan demikian disusun hipotesis penelitian sebagai berikut

H1 : Perusahaan dengan *Free Cash Flow* tinggi akan cenderung untuk menerbitkan sukuk daripada obligasi

Definisi kedua untuk *agency cost of free cash flow* adalah profitabilitas perusahaan yang menunjukkan bahwa peningkatan insentif manajerial untuk meningkatkan sumber kas di bawah kendali mereka (de Haan dan Hinloopen, 2003). Berdasarkan Mohamed, et al, (2015), Profitability is measured by the ratio of earnings before interest, tax, depreciation, and amortization (EBITDA) to total assets.

$$\text{Profitability} = \frac{\text{Ratio of earnings before interest,} \\ \text{tax, depreciation, and amortization (EBITDA)}}{\text{Total assets}} \dots\dots\dots(2)$$

Menurut Sudana (2015:25), definisi profitability adalah tingkat kemampuan perusahaan menggunakan seluruh aktiva yang dimiliki untuk menghasilkan laba. Apabila tingkat profitability semakin tinggi maka sumber kas yang tersedia dibawah kendali manajemen juga akan semakin tinggi (de Haan dan Hinloopen, 2003). Hal ini dapat menyebabkan resiko manajemen melakukan cash expropriation untuk kepentingan pribadi mereka akan tinggi dan hal ini dikenal dengan istilah agency problem (Stulz, 1990). John dan John (1991) dan Esty (2003) menyatakan bahwa project finance packaging memiliki kesepakatan pembagian profit yang diperoleh dari proyek akan dibagikan pada pihak pemberi dana, hal ini dapat mendisiplinkan manajemen untuk menggunakan kas yang diterima lebih terkendali dan mengurangi resiko cash expropriation. Selain itu, Subramanian et al, (2008) juga menjelaskan penggunaan sukuk membuat keuntungan yang dihasilkan manajemen dapat dimonitor dengan lebih mudah karena kesepakatan pendanaan berbasis proyek berisi penentuan pembagian insentif dari investasi dengan jelas sehingga dapat mengurangi resiko cash expropriation. Manajemen yang mengetahui manfaat dari project package financing cenderung menerbitkan sukuk yang memiliki karakteristik sama dengan harapan dapat meminimalisir resiko cash expropriation yang dilakukan oleh manajemen (Alam, 2010 dan Halim et al., 2016). Dengan demikian disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

H2 : Perusahaan dengan Profitability tinggi akan cenderung untuk menerbitkan sukuk daripada obligasi

Model penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi logistik. Model persamaan yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah sebagai berikut:

Model :

$$S = \beta_0 + \beta_1 \text{FreeCashFlow}_{it-1} + \beta_2 \text{Profitability}_{it-1} + \beta_3 \text{Size}_{it-1} + \beta_4 \text{Leverage}_{it-1} + \varepsilon_i$$

Keterangan:

α_i : nilai konstanta dari suatu persamaan

β : nilai koefisien variabel

S : Variabel *dummy* yang menunjukkan nilai 1 untuk penerbitan sukuk dan obligasi, dan nilai 0 untuk penerbitan obligasi

$\text{FreeCashFlow}_{it-1}$: *Free Cash Flow* perusahaan i

$\text{Profitability}_{it-1}$: *Profitability* perusahaan i

Size_{it-1} : Ukuran perusahaan i

Leverage_{it-1} : *Leverage* perusahaan i

ε_i : koefisien pengganggu

METODE PENELITIAN

Berdasarkan variabel-variabel yang akan diteliti dan model penelitian yang telah disusun, maka pendekatan penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif dengan data sekunder untuk menjawab rumusan masalah. Pendekatan kuantitatif digunakan untuk menguji hipotesis yang dibuat, mengukur variabel yang diteliti serta menghasilkan kesimpulan yang dapat digeneralisasi.

Identifikasi Variabel

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Variabel dependen dalam penelitian ini yaitu *S1* yang menunjukkan penerbitan sukuk daripada obligasi. Variabel ini akan menunjukkan adanya *expropriation* atau tidak didalam perusahaan
2. Variabel independen dalam penelitian ini yaitu *Agency Cost* yang diukur dengan *free cash flow* dan *profitability*.
3. Variabel kontrol dalam penelitian ini terdiri dari, *Size* (ukuran perusahaan) dan *Leverage*.

Definisi Operasional

Definisi operasional digunakan untuk menjelaskan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian:

1. Variabel Dependen:

Variable dummy penerbitan sukuk, Apabila perusahaan lebih memilih menerbitkan sukuk dan obligasi diberi kode 1, apabila perusahaan lebih memilih menerbitkan obligasi diberi kode 0. Jika

2. Variabel Independen

- a. *Free cash flow*

free cash flow adalah arus kas lebih yang diperlukan untuk mendanai proyek yang memiliki nilai sekarang bersih yang positif setelah didiskontokan pada biaya modal yang relevan (Jensen, 1986). Variable ini dihitung menggunakan rumus pada persamaan (2.1)

- b. *Profitability*

Profitability adalah tingkat kemampuan perusahaan menggunakan seluruh aktiva yang dimiliki untuk menghasilkan laba (Sudana, 2011) . Apabila tingkat profitabilitas semakin tinggi maka sumber kas yang tersedia dibawah kendali manajemen juga akan semakin tinggi (de Haan dan Hinloopen, 2003). Variabel ini dihitung menggunakan rumus pada persamaan (2.2)

3. Variabel Kontrol

- a. Ukuran Perusahaan

$$\begin{aligned} Size_i &= \ln Ta.....(3) \\ TA &= Total Asset \end{aligned}$$

4. *Leverage* Perusahaan

$$\begin{aligned} Leverage_i &= \ln total debt.....(4) \\ Leverage &= Total hutang yang dimiliki perusahaan \end{aligned}$$

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif. Berdasarkan sumber perolehan data, data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder merupakan data yang diperoleh secara tidak langsung melalui media perantara. Data sekunder yang digunakan berupa laporan perusahaan non-keuangan yang pernah menerbitkan sukuk, obligasi, atau menerbitkan keduanya yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2004-2017.

Prosedur Pengumpulan Data

Metode penentuan sampel yang digunakan dalam penelitian adalah *purposive sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel dengan menggunakan batasan-batasan penelitian dan pertimbangan tertentu. Batasan kriteria penentuan sampel dalam penelitian ini adalah Laporan keuangan perusahaan non-keuangan yang menerbitkan sukuk, obligasi atau menerbitkan keduanya dan tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2004-2017.

Teknik Analisis

Penelitian ini menggunakan analisis regresi menggunakan software SPSS 17. Adapun tahapan yang dilakukan adalah sebagai berikut:

1. Analisis Statistik Deskriptif
Analisis statistik deskriptif dilakukan untuk mengetahui karakteristik sampel dan menggambarkan variabel-variabel dalam penelitian, meliputi jumlah sampel, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata, dan standar deviasi. Dari hasil olahan SPSS maka dapat diketahui jumlah sampel, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata, dan standar deviasi dari masing-masing variabel.
2. Menilai Keseluruhan Model (*Overall Model Fit*)
Hipotesis untuk menilai model model *fit* adalah: (1) H_0 : Model yang dihipotesiskan fit dengan data; dan (2) H_1 : Model yang dihipotesiskan tidak fit dengan data. Statistik yang digunakan berdasarkan *likelihood*. *Likelihood* (L) dari model merupakan probabilitas bahwa model yang dihipotesiskan menggambarkan data input. Untuk menguji hipotesis nol dan alternative, L ditransformasikan menjadi -2LogL. Adanya penurunan nilai antara -2LogL (*Block Number* = 0) dengan nilai -2LogL (*Block Number* = 1) menunjukkan bahwa model yang dihipotesiskan fit dengan data, sehingga mengindikasikan model regresi semakin baik dan dapat digunakan.
3. Menilai Kelayakan Model Regresi (*Goodness of Fit Test*)
Kelayakan model regresi dinilai dengan menggunakan *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test*, yang diukur dengan nilai *chi-square*. Jika nilai *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* sama dengan atau kurang dari 0,05 maka hipotesis nol ditolak yang berarti ada perbedaan signifikan antara model dengan nilai observasinya sehingga *Goodness Fit* model tidak baik karena model tidak dapat memprediksi nilai observasinya. Jika nilai *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* lebih besar dari 0,05 maka hipotesis nol tidak dapat ditolak dan berarti model mampu memprediksi nilai observasinya atau dapat dikatakan model dapat diterima karena cocok dengan data observasinya.
4. Koefisien Determinasi (*Nagelkerke R Square*)
Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabilitas variabel bebas (independen) mampu memperjelas variabel terikat (*dependent*). Pada regresi logistik, koefisien determinasi dilihat pada nilai *Nagelkerke R Square*. Nilai *Nagelkerke R Square* merupakan modifikasi dari koefisien *Cox and Snell* untuk memastikan bahwa nilainya bervariasi dari nol sampai satu (Ghozali, 2009). Ketika nilai mendekati 1 maka kemampuan variabel dalam menjelaskan variabel dependen semakin baik, dengan kata lain variabel independen memiliki informasi untuk memprediksi variabel dependen sebesar nilai koefisien determinan.
5. Pengujian Hipotesis
Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan regresi logistik (*logistic regression*), karena variabel bebasnya merupakan kombinasi antara metrik dan non metrik. Regresi logistik digunakan untuk mengukur sejauh mana probabilitas terjadinya variabel dependen dapat diprediksi dengan variabel independen. Analisis dengan regresi logistik tidak perlu asumsi normalitas data pada variabel bebasnya (Ghozali, 2013).

Model regresi logistik yang digunakan untuk menguji hipotesis penelitian adalah sebagai berikut:

$$\text{Model 1} \quad : Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_{3.1}X_{3.1} + b_{4.1}X_{4.1} + e(\text{Cash flow})$$

Keterangan:

- Y : Penerbitan sukuk (1) atau Penerbitan Obligasi (0)
- a : Konstanta
- X_1 : *Free cash flow ratio*
- X_2 : Profitabilitas
- $X_{3.1-2}$: *Size* (Variabel Kontrol)
- $X_{4.1-2}$: *Leverage* (Variabel Kontrol)
- $b_1...b_8$: Koefisien $X_1...X_7$
- e : Standar error

Pengujian hipotesis dilakukan dengan cara membandingkan antara nilai probabilitas (sig) dengan tingkat signifikansi ($\alpha = 0,05$). Jika nilai signifikan kurang dari 0,05 maka H_0 ditolak dan H_1 diterima, artinya variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen. Sebaliknya jika nilai signifikan lebih dari 0,05 maka H_0 diterima dan H_1 ditolak, artinya variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah Perusahaan non keuangan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Berdasarkan kriteria *purposive sampling*, jumlah sampel dalam penelitian ini sebanyak 54 perusahaan. Dari jumlah sampel tersebut didapatkan data observasi sebanyak 106 data terkait penerbitan sukuk dan obligasi mulai tahun 2004 hingga 2017.

Penelitian ini melihat pengaruh *agency problem* terhadap penerbitan sukuk atau obligasi. Berdasarkan tinjauan pustaka dan kriteria penentuan sampel, sampel yang dipilih akan dikelompokkan menjadi perusahaan yang menerbitkan sukuk atau obligasi dan perusahaan yang hanya menerbitkan obligasi. Sampel yang termasuk ke dalam perusahaan yang menerbitkan sukuk saja atau menerbitkan sukuk dan obligasi sebanyak 18 perusahaan, sedangkan perusahaan yang menerbitkan obligasi sebanyak 36 perusahaan.

Deskripsi Hasil Penelitian

Untuk memberikan gambaran informasi variabel dalam penelitian, maka digunakan tabel statistik deskriptif yang menyajikan jumlah data (N), nilai rata-rata (*mean*), nilai tertinggi (*maximum*), nilai terendah (*minimum*), dari variabel yang diteliti. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah sukuk *issuance*. Variabel independen terdiri dari *Free Cash Flow*, *Profitability*, *Market to Book Ratio*, *Debt to Asset Ratio*, *Depreciation*, *Altman's Z-score*. Serta variabel kontrol terdiri dari *size* dan *leverage*.

Tabel 1
Hasil Statistik Deskriptif

| | N | Minimum | Maximum | Mean |
|--------------------|-----|------------|-----------|------------|
| FcashFlow | 106 | -1.7934550 | 4.9047065 | .210663601 |
| EBITDA_ta | 106 | -.0750740 | .6925940 | .154338858 |
| MBV | 106 | .0683652 | 7.7309923 | .858201745 |
| Deprec_A | 106 | -.0023551 | .6055907 | .061176859 |
| DAR | 106 | 0.1226640 | .8787686 | .575198272 |
| altman_Z_score | 106 | .0569684 | 3.3409018 | .871898071 |
| Size | 106 | 12.48 | 18.77 | 15.9932 |
| Leverage | 106 | 12.12 | 17.84 | 15.4016 |
| Valid N (listwise) | 106 | | | |

Sumber: analisis data

Berdasarkan Tabel 4.1 dapat dilihat bahwa variabel *FcashFlow* dan *EBITDA_ta* merupakan proksi dari variabel *agency cost of free cash flow*. *FcashFlow* memiliki nilai minimum sebesar -1.7934550 dan nilai maksimum sebesar 4.9047065. Memiliki rata-rata sebesar 0.210663601.

EBITDA_{ta} merupakan rasio pengukuran dari *Profitability* memiliki nilai minimum sebesar -0.750740 dan nilai maksimum sebesar 0.6925940. Memiliki rata-rata sebesar 0.154338858. Variabel MBV, DAR, Deprec_A, dan *Altman_Z_score* merupakan proksi dari variabel *agency cost of underinvestment*. Variabel *agency cost of underinvestment* sendiri dibagi menjadi dua yaitu *growth opportunities* dan *financial distress*. MBV dan DAR merupakan pengukuran untuk *growth opportunities*. MBV memiliki nilai minimum sebesar 0.0683652 dan nilai maksimum sebesar 7.7309923. Memiliki rata-rata sebesar 0.858201745. DAR memiliki nilai minimum sebesar 0.1226640 dan nilai maksimum sebesar 0.8787686. Memiliki rata-rata sebesar 0.575198272. Deprec_A dan *altman_z_score* merupakan pengukuran untuk *underinvestment*. Deprec_A memiliki nilai minimum sebesar -0.0235511 dan nilai maksimum sebesar 0.6055907. Memiliki rata-rata sebesar 0.061176859. *Altman_z_score* memiliki nilai minimum sebesar 0.0569684 dan nilai maksimum sebesar 3.3409018. Memiliki rata-rata sebesar 0.871898071.

Hasil Analisis Block 0: Beginning Block

Analisis *block 0* atau *block permulaan* adalah proses inisialisasi dimana variabel X1,X2,X3,X4,X5,X6 belum dimasukkan ke dalam rumus persamaan model penelitian (Yamin dan Kurniawan, 2011: 98). Dengan kata lain *block permulaan* adalah model persamaan regresi logistik yang hanya menggunakan konstanta untuk memprediksi *audit report lag* perusahaan.

Tabel 2
Classification Table Block 0 : Beginning Block

| Observed | Predicted | | |
|------------------------------------------------|----------------------|--------------------------------|--------------------|
| | sukuk issuance | | Percentage Correct |
| | Menerbitkan Obligasi | menerbitkan sukuk dan Obligasi | |
| Step 0 sukuk_issuance Menerbitkan Obligasi | 75 | 0 | 100.0 |
| Menerbitkan sukuk saja atau sukuk dan Obligasi | 31 | 0 | .0 |
| Overall Percentage | | | 70.8 |

Sumber: Output Regresi Logistik dengan SPSS 17

Berdasarkan table 4.2 dapat diketahui untuk variable *sukuk issuance* menunjukkan perusahaan menerbitkan obligasi saja sebanyak 75 perusahaan dan perusahaan menerbitkan sukuk dan obligasi sebanyak 31. *Cutoff* penentuan ini ditentukan oleh apakah perusahaan menerbitkan sukuk atau tidak dalam satu periode operasi. Dengan demikian, proporsi perusahaan yang pernah menerbitkan obligasi sebanyak 100 % dari 106 perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia. Dan perusahaan yang hanya menerbitkan obligasi 70.8% dari 106 perusahaan.

Tabel 3
Hasil Uji Variables in the Equation Block 0 : Beginning Block

| | B | S.E. | Wald | Df | Sig. | Exp(B) |
|-----------------|------|------|--------|----|------|--------|
| Step 0 Constant | -884 | .214 | 17.121 | 1 | .000 | .413 |

Sumber: Output Regresi Logistik dengan SPSS 17

Tabel *variable in the equation* menunjukkan hasil dari *block 0*, dimana konstanta diuji apakah dia dapat menjelaskan variabel sukuk *issuance* tanpa adanya variabel independen atau tidak. Berdasarkan tabel 4.3, constanta memiliki nilai signifikansi < 0.05 dimana hasil tersebut menunjukkan bahwa constanta dapat berpengaruh signifikan terhadap variabel sukuk *issuance* tanpa adanya variabel independen. Dengan demikian, constanta dapat menjelaskan variabel sukuk *issuance* tanpa adanya variabel independen yang mempengaruhi variabel sukuk *issuance*.

Hasil Analisis Block 1: Method = Forward Stepwise (Wald)

Hasil Uji Kebaikan Model

Analisis *block 1* Method = *Forward Stepwise* (Wald) adalah proses tahap selanjutnya setelah analisis *block 0* dalam regresi logistik dimana variabel $X_1, X_2, X_3, X_4, X_5, X_6$ dimasukkan ke dalam rumus persamaan model penelitian secara bertahap, dimulai dari variabel yang berpengaruh paling signifikan (Yamin dan Kurniawan, 2011: 103). Dengan demikian, analisis *block 1* Method = *Forward Stepwise* (Wald) dapat digunakan untuk menguji signifikansi variabel dalam persamaan regresi secara parsial.

Tabel 4
Hasil Uji Model Summary Block 1 : Forward Stepwise (Wald)

| Step | -2 Log likelihood | Cox & Snell R Square | Nagelkerke R Square |
|------|----------------------|----------------------|---------------------|
| 1 | 123.055 ^a | .047 | .067 |

Sumber: Output Regresi Logistik dengan SPSS 17

Table *model summary* block 1: *forward stepwise* (Wald) menunjukkan kebaikan suatu model, apakah model ini layak digunakan atau tidak. Selain itu, tabel ini juga dapat menunjukkan seberapa baik variabel dalam persamaan model penelitian dapat menjelaskan variabel dependen (Yamin dan Kurniawan, 2011:99). Uji kelayakan model dapat dilihat dari kolom -2 Log *Likelihood*. Semakin kecil nilai -2 Log *Likelihood* dari pada tahap-tahap selanjutnya maka semakin baik model penelitian yang digunakan. Pada tabel 4.4 variabel yang signifikan telah dimasukkan satu persatu pada tahap yang berbeda namun hanya sampai satu step. Hal ini menunjukkan hanya satu variabel yang berpengaruh signifikan pada variabel dependen. Hal ini menunjukkan model penelitian masih baik dan layak untuk digunakan meskipun hanya satu variabel yang signifikan.

Nilai *Cox & Snell R Square* dan *Nagelkerke R Square* pada table 4.4 menunjukkan nilai koefisiensi deteminan seperti pada regresi linear berganda (R^2) (Yamin dan Kurniawan, 2011:99). Nilai *Cox & Snell R Square* pada step satu (1) menunjukkan nilai 0.047. hal ini menunjukkan bahwa variabel independent dalam model penelitian dapat menjelaskan variabel sukuk *issuance* sebesar 4.7%, selebihnya dapat dijelaskan oleh variabel lain. Perbedaan nilai *Cox & Snell R Square* dengan *Nagelkerke R Square* adalah *Nagelkerke R Square* menggunakan skala 0 – 1 sedangkan *Cox & Snell R Square* menggunakan skala maksimal 1 dengan tidak ada batas minimum (bisa saja bernilai negatif). Nilai *Nagelkerke R Square* pada step satu (1) menunjukkan nilai 0.067. hal ini menunjukkan bahwa variabel independent dalam model penelitian dapat menjelaskan variabel sukuk *issuance* sebesar 6.7%, selebihnya dapat dijelaskan oleh variabel lain.

Tabel 4.5
Hasil Uji Hosmer dan Lemeshow

| Step | Chi-square | Df | Sig. |
|------|------------|----|------|
|------|------------|----|------|

| Step | Chi-square | Df | Sig. |
|------|------------|----|------|
| 1 | 10.572 | 8 | .227 |

Sumber: Output Regresi Logistik dengan SPSS 17

Hasil uji Hosmer dan Lemeshow ini menunjukkan nilai *chi-square* model penelitian ini. nilai *chi-square* ini dapat digunakan untuk menguji kebaikan suatu model penelitian (Yamin dan Kurniawan, 2011:99). Semakin kecil nilai *chi-square* dari nilai *chi-square* tabel maka semakin baik model penelitian. Nilai *chi-square* table dalam penelitian ini dengan Df = 8, probability 0.05 adalah 10.572. pada table 4.5 step 1 dimana semua variabel independen yang signifikan yang dimasukkan ke dalam model persamaan, nilai *chi-square* sebesar 10.572. Dengan signifikansi step 1 (0.227) > 0.05, maka Hipotesis 0 persamaan model penelitian ini dapat diterima.

H0 : Model hasil estimasi signifikansi fit,

H1 : Model hasil estimasi signifikansi tidak fit.

Hasil Uji Hipotesis Menggunakan *Variable in the Equation*

Hasil uji *variable in the equation* ini digunakan untuk menguji pengaruh masing masing variabel independen terhadap variabel dependen dengan menggunakan regresi logistik (Yamin dan Kurniawan, 2011:106). Jika nilai signifikansi variabel independen pada step akhir lebih kecil dari 0.05, maka variabel dapat dikatakan berpengaruh signifikan.

Tabel 6

Hasil Uji *Variable in The Equation* Dengan Metode *Forward Stepwise (Wald)*

| | | | | | | | | 95.0% C.I. for EXP(B) | |
|---------------------|----------|--------|-------|--------|----|------|---------|--------------------------|---------|
| | | B | S.E. | Wald | df | Sig. | Exp(B) | Lower | Upper |
| Step 1 ^a | Deprec_A | 6.238 | 3.109 | 4.024 | 1 | .045 | 511.751 | 1.154 | 2.269E5 |
| | Constant | -1.287 | .298 | 18.647 | 1 | .000 | .276 | | |

Sumber: Output Regresi Logistik dengan SPSS 17

Pada tabel 4.6, terlihat nilai signifikansi variable step1. Step 1 menunjukkan hanya satu variabel yang signifikan yang dimasukkan terlebih dahulu kedalam persamaan model penelitian yakni *depreciation/total asset ratio* (Deprec_A). Hal ini menunjukkan bahwa hanya variabel Deprec_A yang berpengaruh terhadap variabel *sukuk issuance*. Variabel *Free Cash Flow* ratio, EBITDA, MBV, DAR dan *Altman' Z-score* tidak signifikan sehingga tidak dimasukkan dalam persamaan model penelitian dengan metode *forward stepwise* (Wald).

Pada step 1 menunjukkan nilai signifikansi variabel independen yang signifikan. Untuk menguji signifikansi dapat dilihat hasil Uji Wald dan nilai sig. Uji Wald sama dengan Uji t dengan nilai *cutoff* > 1.15 atau < -1.15, untuk nilai signifikansi harus lebih kecil dari 0.05 (Yamin dan Kurniawan, 2011:106). Berikut pengujian hipotesis dalam penelitian ini

H₁ : Perusahaan dengan *Free Cash Flow* tinggi akan cenderung untuk menerbitkan sukuk daripada obligasi

Berdasarkan table 4.7 variabel *Free Cash Flow* memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap *sukuk issuance*. Nilai signifikansi *Free Cash Flow* 0.674 dimana nilai ini lebih besar dari 0.05. Dengan demikian *Free Cash Flow* tidak dapat berpengaruh signifikan terhadap *sukuk issuance*, sehingga H1 ditolak.

H2 : Perusahaan dengan *Profitability* tinggi akan cenderung untuk menerbitkan sukuk daripada obligasi

Tabel 4.7
Hasil Uji *Variables not in the equation* Dengan Metode *Forward Stepwise* (Wald)

| | Score | df | Sig. |
|----------------------------|-------|----|------|
| Step 1 Variables FcashFlow | .177 | 1 | .674 |
| EBITDA_ta | .626 | 1 | .429 |
| MBV | 2.113 | 1 | .146 |
| DAR | .001 | 1 | .975 |
| altman_Z_score | 2.531 | 1 | .112 |
| Size | .292 | 1 | .589 |
| Leverage | .364 | 1 | .546 |
| Overall Statistics | 8.312 | 7 | .306 |

Sumber: Output Regresi Logistik dengan SPSS 17

Berdasarkan tabel 4.7 variabel *Profitability* dicerminkan dari rasio EBBITDA_ta dibandingkan dengan total *asset*. Nilai EBITDA_ta memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap *sukuk issuance*. Hal ini dapat ditunjukkan pada nilai signifikansi EBITDA_ta pada step 1 sebesar 0.429 dimana nilai ini lebih besar dari 0.05. Dengan demikian, *Profitability* tidak dapat berpengaruh signifikan terhadap *sukuk issuance*, sehingga H2 ditolak.

Tabel 4.8
Hasil Uji *Variables in the Equation* metode Enter

| | B | S.E. | Wald | df | Sig. | Exp(B) |
|-------------------------------|---------|--------|-------|----|------|---------|
| Step 1 ^a FCashFlow | .225 | 1.456 | .024 | 1 | .877 | 1.252 |
| EBITDA_ta | -3.605 | 5.897 | .374 | 1 | .541 | .027 |
| MBV | -.567 | .537 | 1.115 | 1 | .291 | .567 |
| Deprec_A | 11.407 | 6.884 | 2.746 | 1 | .098 | 8.995E4 |
| DAR | -25.564 | 15.733 | 2.640 | 1 | .104 | .000 |
| altman_Z_score | -.431 | .459 | .882 | 1 | .348 | .650 |
| Size | -13.314 | 8.639 | 2.375 | 1 | .123 | .000 |
| Leverage | 13.319 | 8.649 | 2.371 | 1 | .124 | 6.084E5 |
| Constant | 22.048 | 14.265 | 2.389 | 1 | .122 | 3.761E9 |

Sumber: Output Regresi Logistik dengan SPSS 17

Penyusunan Persamaan Model Penelitian

Berdasarkan pada table 4.6 dan table 4.8, persamaan model penelitian dapat disusun sebagai berikut :

1. Jika menggunakan metode *forward stepwise* (Wald)

$$\ln \left[\frac{\pi}{1 - \pi} \right] = -1.238 + 6.287 \text{ Depre_AR}$$

2. Jika menggunakan Metode Enter

$$\ln \left[\frac{\pi}{1-\pi} \right] = 22.048 + 0.225 FCashFlow - 3.605 EBITDA_{ta} - 0.567 MBV + 11.407 Deprec_A - 25.564 DAR - 0.431 altman_{zscore} - 13.314 Size + 13.319 Leverage$$

Keterangan:

$$\ln \left[\frac{\pi}{1-\pi} \right] = \text{Perusahaan Menerbitkan Sukuk}$$

$FCashflow$ = Tingkat *free cash flow* (EBITDA-Tax-Interest-Dividend)/ Total sales)

$EBITDA_{ta}$ = Tingkat Profitabilitas perusahaan (EBITDA/ Total Asset)

$Size$ = Natural Logarithma Total Asset

$Leverage$ = Natural Logarithma Total Debt

Pembahasan

Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Penerbitan Sukuk

Berdasarkan hasil penelitian, dapat diketahui bahwa *free cash flow* tidak dapat mempengaruhi perusahaan untuk menerbitkan sukuk atau obligasi. Hal ini dikarenakan perubahan *free cash flow* yang dimiliki perusahaan tidak memberikan pengaruh yang signifikan pada perubahan probabilitas perusahaan untuk menerbitkan sukuk. Dengan kata lain kebijakan perusahaan untuk menerbitkan sukuk atau obligasi tidak terpengaruh sensitivitas *freecashflow* yang dimiliki oleh perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan di bursa efek Indonesia yang menerbitkan sukuk dan obligasi tidak mempertimbangkan *free cash flow* yang dimiliki perusahaan apakah *free cash flow* tersebut tinggi ataupun rendah. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam pengambilan keputusan untuk menerbitkan sukuk atau obligasi perusahaan tidak memperhatikan *agency cost* terkait *free cash flow* yang terjadi di perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak dapat mendukung hasil penelitian Subramanian *et al.* (2008) tentang penggunaan *asset based finance* untuk mengurangi *agency problem* berupa *over free cash flow* dengan adanya monitor yang ketat pada insentif yang dihasilkan proyek operasional perusahaan. Hasil ini juga tidak mendukung penelitian John dan John (1991) dan Esty (2003) tentang *asset based finance* yang dapat mengurangi *agency problem* berupa perampasan kas dengan adanya kejelasan alokasi pendanaan yang diterima pada investasi asset yang akan digunakan. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Mohammed *et al.* (2015) yang meneliti tentang faktor penentu yang dipertimbangkan perusahaan untuk menerbitkan sukuk dibandingkan obligasi di Bursa Malaysia tahun 2015 dimana profitabilitas perusahaan tidak signifikan dalam mempengaruhi perusahaan untuk menerbitkan sukuk dibandingkan obligasi. Berdasarkan hasil penelitian dan penelitian sebelumnya dapat diketahui bahwa perusahaan di Indonesia yang menerbitkan sukuk dan obligasi tidak mempertimbangkan *agency problem* terkait *cash flow* yang berlebihan.

Mengacu pada data *free cash flow* yang dimiliki perusahaan, rata-rata rasio *free cash flow* perusahaan berada pada posisi yang sehat dan cukup besar yakni sebesar 0.235 atau sekitar 23.5 persen dari total sales yang dimiliki oleh perusahaan. Jika dilihat dari *debt-service coverage ratio* (DSCR), perusahaan akan memiliki kemampuan untuk membayar beban bunga yang cukup kuat dikarenakan *free cash flow* yang dimilikinya besar. Dengan demikian *debt capacity* perusahaan cukup besar. Menurut Baral (2004), perusahaan yang memiliki *debt capacity* tinggi merasa jauh dari kemungkinan kebangkrutan dan merasa percaya diri untuk mengambil sumber pendanaan dari hutang tanpa mempertimbangkan besar kecilnya resiko yang dimiliki. Selain itu, perusahaan dengan *debt service*

coverage tinggi akan dinilai oleh *bondholder/debt creditor* sebagai perusahaan yang sehat dan layak menerima pinjaman sehingga mereka memberikan kemudahan dalam peminjaman dan rating yang bagus untuk obligasi (Chava dan Roberts, 2008).

Pengaruh Profitability Terhadap Penerbitan Sukuk

Berdasarkan hasil penelitian, dapat diketahui bahwa *profitability* perusahaan tidak dapat mempengaruhi perusahaan untuk menerbitkan sukuk atau obligasi. Hal ini dikarenakan perubahan *profitability* yang dimiliki perusahaan tidak memberikan pengaruh yang signifikan pada perubahan probabilitas perusahaan untuk menerbitkan sukuk. Dengan kata lain kebijakan perusahaan untuk menerbitkan sukuk atau obligasi tidak terpengaruh sensitivitas *profitability* yang dimiliki oleh perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan di bursa efek Indonesia yang menerbitkan sukuk dan obligasi tidak mempertimbangkan *profitability* yang dimiliki perusahaan apakah *profitability* tersebut tinggi ataupun rendah. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam pengambilan keputusan untuk menerbitkan sukuk atau obligasi perusahaan tidak memperhatikan *agency cost* terkait *over free cash flow* yang terjadi di perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak dapat mendukung hasil penelitian Subramanian *et al.* (2008) tentang penggunaan *asset based finance* untuk mengurangi *agency problem* berupa *over free cash flow* dengan adanya monitor yang ketat pada insentif yang dihasilkan proyek operasional perusahaan. Hasil ini juga tidak mendukung penelitian John dan John (1991) dan Esty (2003) tentang *asset based finance* yang dapat mengurangi *agency problem* berupa perampasan kas dengan adanya kejelasan alokasi pendanaan yang diterima pada investasi *asset* yang akan digunakan. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Mohammed *et al.* (2015) yang meneliti tentang faktor penentu yang dipertimbangkan perusahaan untuk menerbitkan sukuk dibandingkan obligasi di Bursa Malaysia tahun 2015 dimana *profitability* perusahaan tidak signifikan dalam mempengaruhi perusahaan untuk menerbitkan sukuk dibandingkan obligasi. Berdasarkan hasil penelitian dan penelitian sebelumnya dapat diketahui bahwa perusahaan di Indonesia yang menerbitkan sukuk dan obligasi tidak mempertimbangkan *agency problem* terkait *cash flow* yang berlebihan dikarenakan *profitability* perusahaan yang tinggi.

Sebagai tambahan informasi, tingkat *profitability* yang dimiliki perusahaan mencapai rata-rata 15.4%. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan mampu menghasilkan EBITDA sebesar 15 persen dari *total asset* yang dimiliki. Lima belas persen dari total asset merupakan tingkat *profitability* yang cukup rendah, karena indikator *profitability* yang digunakan masih mempertimbangkan biaya lain seperti pajak dan bunga serta biaya penyusutan. Dilihat dari data penelitian dimana perusahaan yang diteliti merasa *retained earning* yang digunakan untuk investasi masih terbatas sehingga perusahaan masih membutuhkan dana eksternal dari hutang. Perusahaan yang cenderung menerbitkan obligasi memiliki rata-rata profitabilitas sebesar 14.76% sedangkan perusahaan yang cenderung menerbitkan sukuk memiliki profitabilitas 17.86%. Hal ini menunjukkan perusahaan yang memiliki profitabilitas lebih rendah cenderung menerbitkan obligasi dikarenakan perusahaan ingin memperoleh tambahan keuntungan dengan menggunakan *leverage* yang diperoleh tanpa membaginya dengan pihak ketiga. Sedangkan perusahaan dengan *profitability* lebih tinggi bersedia untuk membagikan keuntungan proyek kepada pemegang sukuk dari *leverage* yang diperolehnya.

Pengaruh Variabel Kontrol Terhadap Penerbitan Sukuk

Berdasarkan hasil penelitian, kedua variabel kontrol yakni total *asset (Size)* dan total *debt* perusahaan (*Leverage*) tidak berpengaruh signifikan pada penerbitan sukuk ataupun obligasi. Hal ini mengindikasikan ukuran perusahaan besar maupun ukuran perusahaan kecil tidak menjadi pertimbangan manajemen untuk memilih menerbitkan sukuk atau obligasi. Tidak semua perusahaan

yang menerbitkan sukuk adalah perusahaan besar dan tidak semua perusahaan kecil yang menerbitkan sukuk. Hal ini selaras dengan penelitian Halim et al. (2016) yang menunjukkan pengaruh *size* tidak signifikan terhadap keputusan perusahaan untuk menerbitkan sukuk. Kemudian untuk variabel kontrol *leverage* yang dicerminkan dari total *debt*, menunjukkan *leverage* perusahaan tidak mempengaruhi pengambilan keputusan manajemen untuk menerbitkan sukuk atau obligasi. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Mohammed et al. (2015) yang menyatakan *leverage* dapat mempengaruhi penerbitan sukuk yang dilakukan oleh perusahaan. Hal ini mengindikasikan perusahaan dengan *debt* yang tinggi maupun dengan *debt* yang rendah tidak berbeda dalam mengambil keputusan untuk menerbitkan sukuk ataupun obligasi.

KESIMPULAN

Simpulan

Berdasarkan rumusan masalah, tinjauan pustaka dan hasil penelitian, dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki *Free Cash Flow* lebih tinggi atau rendah tidak memiliki pengaruh pada kecenderungan menerbitkan sukuk daripada obligasi. Selain itu, perusahaan yang memiliki *Profitability* lebih tinggi atau rendah tidak memiliki pengaruh pada kecenderungan menerbitkan sukuk daripada obligasi.

Saran

Adapun saran dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: 1) saran akademis dari penelitian ini adalah mengkaji lebih mendalam dampak penerbitan sukuk pada *agency problem* yang terjadi diperusahaan dengan melakukan uji beda dari kondisi perusahaan sebelum penerbitan sukuk dan setelah penerbitan sukuk. Hal ini dikarenakan penelitian ini hanya menguji apakah *agency problem* dapat mendorong perusahaan menerbitkan sukuk atau obligasi. Dengan menguji pengaruh penerbitan sukuk diharapkan dapat menambah landasan teori yang kuat manfaat *financial instrument* sebagai sarana mengurangi *agency problem*. 2) Saran untuk praktisi khususnya dewan komisaris pada perusahaan yang membutuhkan dana eksternal untuk aktivitas investasi sebaiknya mempertimbangkan *agency problem* yang dihadapi. Mayoritas perusahaan tidak mempertimbangkan *agency problem* yang terjadi saat mencari pendanaan eksternal. Hal tersebut dapat berakibat pada perampasan kas yang menyebabkan kerugian perusahaan karena kas yang bebas berlebihan dan disalahgunakan oleh manajemen. Untuk manajemen perusahaan, sebaiknya tetap mempertimbangkan *bankruptcy risk* yang sedang dihadapi, jangan memaksakan memberikan sinyal untuk menciptakan persepsi perusahaan bernilai tinggi jika *bankruptcy risk* yang dihadapi cukup tinggi. Hal ini dapat berakibat fatal pada masa depan perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adrian Sutedi. (2009). *Good Corporate Governance*, Jakarta: Sinar Grafika.
- Alam, Z., (2010). *An Empirical Analysis of the Determinants of Project Finance: Cash Flow Volatility and Correlation*. (Dissertation) Georgia State University
- Alam, N., Hassan, M.K., Haque, M.A., (2013). *Are Islamic bonds different from conventional bonds? International evidence from capital market tests*. *Borsa Istanbul Rev.* 13 (3), 22–29.
- Alamsyah, F., Saerang, I.S., Tulung, J. E. (2019). analisis akurasi model zmijewski, springate, altman, dan grover dalam memprediksi financial distress. *Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 7(2). <https://doi.org/10.35794/Emba.V7i2.49101>
- Altman, E.I., (1968). *Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*. *J. Financ.* 23 (4), 589–609.
- Azmat, Saad, Skully, Michael, Brown, Kym. (2013). *Issuer's Choice of Islamic Bond Type*, *Pacific-Basin Finance Journal*
- Barclay, M. dan Smith, C., 1995. *The priority structure of corporate liabilities*. *J. Finance.* 50 (3), 899–918.
- Campbell, Tim S. (1979). *Optimal Investment Financing Decisions and the Value of Confidentiality*. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 14, No. 5 (Dec., 1979), pp.913-924
- Childs, P.D., Mauer, D.C., Ott, S.H., 2005. Interactions of corporate financing and investment decisions: the effects of agency conflicts. *J. Financ. Econ.* 76 (3), 667–690.
- Crutchley, C.E., Hansen, R.S., 1989. A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financ. Manag.* 18 (4), 36–46.
- De Haan, L., Hinloopen, J., 2003. Preference hierarchies for internal finance, bank loans, bond, and share issues: evidence for Dutch firms. *J. Empir. Financ.* 10 (5), 661–681.
- Ebrahim, M.S., Jaafar, A., Omar, F.A., Salleh, M.O., (2016). *Can Islamic injunctions indemnify the structural flaws of securitized debt?* *J. Corp. Financ.* 37, 271–286.
- Esty, B. (2003). *The economic motivations for using project finance*. Harvard Business School.
- Francis, J., P. Olsson, and D. Oswald. 2000. *Comparing the accuracy and explainability of dividend, free cash flow, and abnormal earnings equity value estimates*. *Journal of Accounting Research* 38 (Spring): 45-70.
- Fraser, D.R., Zhang, H., Derashid, C., 2006. *Capital structure and political patronage: the case of Malaysia*. *J. Bank. Financ.* 30 (4), 1291–1308.
- Gay, Gerald D. dan Jouahn Nam. (1998). *The Underinvestment Problem and Corporate Derivatives Use Financial Management*, Vol. 27, No. 4, Winter 1998, pages 53 - 69
- Godlewski, Christophe J., Rima Turk-Ariss, Laurent Weill. (2013), *Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective*. *Journal of Comparative Economics*.
- Hadi, M., Ambarwati, R. D., & Haniyah, R. (2021). Pengaruh Return on Asset, Return on Equity, Net Interest Margin, Net Profit Margin, Earning per Share dan Net Income terhadap Stock Price Sektor Perbankan Tahun 2016-2020. *JMBI UNSRAT (Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis Dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi)*, 8(3). <https://doi.org/10.35794/jmbi.v8i3.36743>
- Halim, Abdul Z., Janice How, Peter Verhoeven. (2016). *Agency costs and corporate sukuk issuance*, *Pacific-Basin Finance Journal*
- Huda, Nurul dan Mohamad Heykal. (2010). *Lembaga Keuangan Islam*, Jakarta: Kencana.
- Jensen, M., (1986). *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*. *Am. Econ. Rev.* 76 (2), 323–329.

- John, T.A., John, K., (1991). *Optimality of project financing: theory and empirical implications in finance and accounting*. Rev. Quant. Finan. Acc. 1, 51–74.
- Kasmir, (2008). *Manajemen Perbankan*, Edisi Revisi, Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Lang, L., Stulz, R., Walkling, R., 1991. A test of the free cash flow hypothesis: the case of bidder returns. *J. Financ. Econ.* 29 (2), 315–335.
- Lukas Setia, Atmaja. (2008). *Teori dan Praktek Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Penerbit ANDI
- Mohamed, Hisham H., Mansur Masih, Obiyathulla I. Bacha. (2015). *Why do issuers issue Sukuk or conventional bond? Evidence from Malaysian listed firms using partial adjustment models*, Pacific-Basin Finance Journal
- Mojambo, G. A., Tulung, J. E., & Saerang, R. T. (2020). The Influence of Top Management Team (TMT) Characteristics Toward Indonesian Banks Financial Performance During the Digital Era (2014-2018). *JMBI UNSRAT (Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi)*., 7(1).
- Myers, S., 1977. Determinants of corporate borrowing. *J. Financ. Econ.* 5 (2), 147–175.
- Nagano,M., 2010. Islamic finance and the theory of capital structure. MPRA Paper No. 24567 (<https://mpra.ub.uni-muenchen.de/24567/> accessed November 13, 2012).
- Patell, J.M., 1976. Corporate forecasts of earnings per share and stock price behaviour: empirical tests. *J. Account. Res.* 14 (2), 246–276.
- Rivai, H Veithzal dan Andria Permata Veithzal, (2008). *Islamic Financial Management*, Edisi 1, Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Shahida, S., Saharah, S., 2013. Why do firms issue Sukuk over bonds? Malaysian evidence. *Proceedings of the 8th National Conference of the Malaysian Economy*. vol.2, pp. 551–573
- Ross, Stephen A., (1977). *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1. (Spring, 1977), pp. 23-40.
- Sudana, I Made, (2011). *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktek*. Jakarta: Erlangga.
- Subramanian, K.V., Tung, F., Wang, X.S., (2008). *Law, agency costs and project finance*. American Law & Economics Association Annual Meetings, Paper No. 77
- Stulz, R. dan Johnson, H., (1985). *An analysis of secured debt*. *J. Financ. Econ.* 14 (4), 501–521.