

# SKRIPSI

## PENGARUH *FREE CASH FLOW*, *LEVERAGE* DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP PEMILIHAN STRUKTUR SUKUK PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)

AFIFAH NURUL MAULIDINA



Kepada

**DEPARTEMEN AKUNTANSI  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS HASANUDDIN  
MAKASSAR  
2024**

# **SKRIPSI**

## **PENGARUH *FREE CASH FLOW*, *LEVERAGE* DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP PEMILIHAN STRUKTUR SUKUK PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)**

Sebagai salah satu persyaratan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi

disusun dan diajukan oleh

**AFIFAH NURUL MAULIDINA  
A031171331**



Kepada

**DEPARTEMEN AKUNTANSI  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS HASANUDDIN  
MAKASSAR  
2024**

# SKRIPSI

## PENGARUH *FREE CASH FLOW*, *LEVERAGE* DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP PEMILIHAN STRUKTUR SUKUK PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)

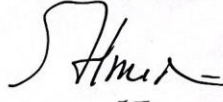
Disusun dan diajukan oleh

**AFIFAH NURUL MAULIDINA**  
A031171331

telah diperiksa dan disetujui untuk diuji

Makassar, 18 Juli 2024

Pembimbing Utama



Prof. Dr. H. Abdul Hamid Habbe, S.E., M.Si.  
NIP. 19630515 199203 1 003

Pembimbing Pendamping



Dr. Syarifuddin Rasyid, S.E., M.Si., Ak., ACPA  
NIP. 19650307 199403 1 003



Ketua Departemen Akuntansi  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis  
Universitas Hasanuddin



Dr. Syarifuddin Rasyid, S.E., M.Si., Ak., ACPA  
NIP. 19650307 199403 1 003

# SKRIPSI

## PENGARUH *FREE CASH FLOW*, *LEVERAGE* DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP PEMILIHAN STRUKTUR SUKUK PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI) HALAMAN PENGESAHAN

disusun dan diajukan oleh

**AFIFAH NURUL MAULIDINA**  
A031171331

telah dipertahankan dalam sidang ujian skripsi  
pada tanggal **1 Agustus 2024** dan  
dinyatakan telah memenuhi syarat kelulusan

Menyetujui,

Panitia Penguji

No.	Nama Penguji	Jabatan	Tanda Tangan
1.	Prof. Dr. H. Abdul Hamid Habbe, S.E., M.Si.	Ketua	1. .... 
2.	Dr. Syarifuddin Rasyid, S.E., M.Si., Ak., ACPA	Sekretaris	2. .... 
3.	Dr. Darmawati, SE., M.Si., Ak., CA., AseanCPA	Anggota	3. .... 
4.	Drs. H. Abdul Rahman, Ak., MM	Anggota	4. .... 



Dr. Syarifuddin Rasyid, S.E., M.Si., Ak., ACPA  
NIP. 19650307 199403 1 003

## PERNYATAAN KEASLIAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini,

Nama : Afifah Nurul Maulidina

NIM : A031171331

Departemen/Program Studi : Akuntansi

Dengan ini menyatakan dengan sebenar – benarnya bahwa skripsi yang berjudul

**Pengaruh *Free Cash Flow*, *Leverage*, dan Ukuran Perusahaan terhadap  
Pemilihan Struktur Sukuk pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek  
Indonesia (BEI)**

adalah karya ilmiah saya sendiri dan sepanjang pengetahuan saya di dalam naskah skripsi ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan oleh orang lain untuk memperoleh gelar akademik di suatu perguruan tinggi, dan tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila di kemudian hari ternyata di dalam naskah skripsi ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan, saya bersedia menerima sanksi atas perbuatan tersebut dan diproses sesuai peraturan perundang – undangan yang berlaku (UU No. 20 Tahun 2003, pasal 25 ayat 2 dan pasal 70).

Makassar, 26 Juli 2024

Yang membuat pernyataan,



Afifah Nurul Maulidina

## PRAKATA

*Bismillahirrahmanirrahim*

*Alhamdulillah* *rabbi 'Alamiin*, Segala puji bagi Allah peneliti panjatkan atas berkat, rahmat, dan karunia-Nya sehingga peneliti dapat menyelesaikan skripsi ini. Skripsi yang disusun ini merupakan tugas akhir yang berjudul, "**Pengaruh *Free Cash Flow*, *Leverage*, dan Ukuran Perusahaan terhadap pemilihan Struktur Sukuk pada Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia**" yang selanjutnya diajukan guna untuk mencapai gelar Sarjana program Strata Satu (S1) Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin. Shalawat serta salam senantiasa tercurahkan kepada Nabi Muhammad *Shalallahu 'alaihi Wassallam*, nabi yang menjadi suri tauladan, yang menjadi *rahmatallill'amin* bagi seluruh umat manusia.

Peneliti mengucapkan banyak syukur dan terimakasih dalam proses penyusunan skripsi ini, peneliti mendapatkan begitu banyak bantuan, dukungan, nasehat, dan doa. Oleh karenanya, peneliti dengan tulus, segala hormat, dan kerendahan hati mengucapkan banyak terimakasih kepada:

1. Kepada Bapak Prof. Dr. H. Abdul Hamid Habbe, S.E., M.Si. dan Bapak Dr. Syarifuddin Rasyid, S.E., M.Si., Ak., ACPA selaku dosen pembimbing pertama dan pembimbing kedua. Terima kasih atas waktu, arahan, bimbingan, nasihat, doa, kesabaran, dan dukungan kepada peneliti hingga selesainya penyusunan skripsi ini.
2. Kepada Ibu Dr. Darmawati, SE., M.Si., Ak., CA., AseanCPA. dan Bapak Drs. Abdul Rahman, S.E., MM. selaku tim penguji, terimakasih banyak atas segala masukan, arahan, dan nasihat untuk peneliti dalam proses penyelesaian skripsi ini.
3. Kepada Bapak Prof. Dr. Syarifuddin, SE., Ak., M.Soc., Sc., CA selaku Dosen Penasihat Akademik peneliti, terima kasih atas bimbingannya selama peneliti menempuh masa pendidikan.
4. Seluruh Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin atas ilmu dan pengajaran yang telah diberikan.

5. Seluruh Staf Akademik Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin yang telah banyak membantu selama proses perkuliahan dan penyusunan skripsi ini.
6. Terimakasih kepada Bursa Efek Indonesia yang telah menyediakan informasi untuk mendukung penelitian ini sehingga peneliti dapat menyelesaikan penelitian dengan lancar.
7. Kepada orang tua peneliti, terima kasih atas segala ketulusan, perhatian, waktu, kasih sayang, dukungan, bantuan, serta doa yang selalu terpanjatkan Bapak Agung Prajitno dan Umi Selfia Eki Saptarini. Teruntuk saudara peneliti adik Farras Mufadhhal, adik Khalishah, dan untuk keluarga besar peneliti yang selalu memberikan semangat kepada peneliti.
8. Kepada sahabat baik peneliti Viera, ATG, Kamelia yang telah banyak membantu peneliti dan selalu memberikan dukungan kepada peneliti dan juga kepada teman-teman baik peneliti yang tidak bisa peneliti sebutkan satu persatu terimakasih atas semangat yang diberikan kepada peneliti.

Skripsi ini masih jauh dari kesempurnaan walaupun telah menerima banyak bantuan dari berbagai pihak. Apabila terdapat kesalahan-kesalahan dalam skripsi ini sepenuhnya menjadi tanggungjawab dari pihak peneliti. Kritik dan saran yang membangun akan sangat membantu dalam penyusunan skripsi ini.

Makassar, 26 Juli 2024

Afifah Nurul Maulidina

## ABSTRAK

**Pengaruh *Free Cash Flow*, *Leverage*, dan Ukuran Perusahaan terhadap Pemilihan Struktur Sukuk pada Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)**

***The Effect of Free Cash Flow, Leverage, and Firm Size on the Choice of Sukuk Structure in Companies Listed On the Indonesia Stock Exchange (IDX)***

Afifah Nurul Maulidina  
Abdul Hamid Habbe  
Syarifuddin Rasyid

Penelitian ini bertujuan untuk menguji serta menganalisis pengaruh dari *free cash flow*, *leverage*, dan ukuran perusahaan terhadap pemilihan struktur sukuk pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Struktur sukuk yang digunakan pada penelitian ini adalah sukuk mudharabah dan sukuk ijarah. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh melalui dokumentasi data yang diperoleh dari *website* resmi Bursa Efek Indonesia. Data yang telah dikumpulkan serta telah memenuhi kriteria penelitian yang telah ditetapkan berjumlah 55 sampel penerbitan sukuk yang terdiri atas 11 perusahaan yang menerbitkan sukuk dan sukuknya masih aktif diperdagangkan dalam rentang waktu 2019 – 2023. Data dianalisis menggunakan regresi logistik biner. Temuan penelitian menunjukkan bahwa variabel *leverage* berpengaruh negatif terhadap pemilihan struktur sukuk ijarah sementara *free cash flow* dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap pemilihan struktur sukuk.

**Kata Kunci :** *free cash flow*, *leverage*, ukuran perusahaan, struktur sukuk

*This study aims to examine and analyze the influence of free cash flow, leverage, and firm size on the choice of sukuk structures in companies listed on the Indonesia Stock Exchange. The sukuk structures that used in this study are mudharabah sukuk and ijarah sukuk. The data used in this study is secondary data obtained through documentation from the official website of the Indonesia Stock Exchange. The data collected and met the established research criteria, consists of 55 samples of issued sukuk from 11 companies that issued sukuk and the sukuk were still actively traded from 2019-2023. The data was analyzed by binary logistic regression. The research findings indicate that the leverage has a negative effects to the choice of ijarah sukuk structures, while free cash flow and firm size do not have an effect the choice of sukuk structures.*

**Keywords:** *free cash flow*, *leverage*, *firm size*, *sukuk structures*



## DAFTAR ISI

	HALAMAN
HALAMAN SAMPUL .....	i
HALAMAN JUDUL.....	ii
HALAMAN PERSETUJUAN .....	iii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iv
PERNYATAAN KEASLIAN.....	v
PRAKATA .....	vi
ABSTRAK .....	viii
DAFTAR ISI .....	ix
DAFTAR TABEL .....	xii
DAFTAR GAMBAR.....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN .....	xiv
<b>BAB I PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1    LATAR BELAKANG.....	1
1.2    RUMUSAN MASALAH .....	9
1.3    TUJUAN PENELITIAN.....	9
1.4    KEGUNAAN PENELITIAN.....	9
1.4.1    Kegunaan Teoritis .....	9
1.4.2    Kegunaan Praktis .....	10
1.5    SISTEMATIKA PENULISAN.....	10
<b>BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....</b>	<b>12</b>
2.1    TINJAUAN TEORI .....	12
2.1.1    Pecking Order Theory.....	12
2.1.2    Trade-Off Theory .....	12
2.2    SUKUK.....	14
2.2.1    Pengertian Sukuk .....	14
2.2.2    Karakteristik Sukuk.....	14
2.2.3    Struktur Sukuk.....	15
2.3 <i>FREE CASH FLOW</i> .....	19
2.4 <i>LEVERAGE</i> .....	19
2.5    UKURAN PERUSAHAN .....	20
2.6    PENELITIAN TERDAHULU .....	21

2.7	KERANGKA PENELITIAN.....	23
2.8	HIPOTESIS PENELITIAN.....	24
2.8.1	Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> terhadap Struktur Sukuk.....	24
2.8.2	Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap Struktur Sukuk.....	25
2.8.3	Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Sukuk .....	25
<b>BAB III METODE PENELITIAN.....</b>		<b>27</b>
3.1	RANCANGAN PENELITIAN .....	27
3.2	TEMPAT DAN WAKTU PENELITIAN .....	27
3.3	POPULASI DAN SAMPEL.....	28
3.4	DATA DAN SUMBER DATA.....	29
3.5	TEKNIK PENGUMPULAN DATA.....	27
3.6	VARIABEL PENELITIAN DAN DEFINISI OPERASIONAL.....	30
3.6.1	<i>Free Cash Flow</i> .....	30
3.6.2	<i>Leverage</i> .....	31
3.6.3	Ukuran Perusahaan.....	31
3.6.4	Struktur Sukuk.....	32
3.7	METODE ANALISIS DATA.....	32
3.7.1	Statistik Deskriptif.....	32
3.7.2	Analisis Regresi Logistik.....	32
3.7.3	Uji Kelayakan Model.....	33
3.7.4	Uji Kelayakan Keseluruhan Model.....	33
3.7.5	Uji Koefisien Determinasi.....	34
3.7.6	Uji Hipotesis .....	34
3.7.6.1	Uji T (Uji Parsial).....	34
3.7.6.2	Uji F (Uji Simultan).....	35
3.7.7	Uji Koefisien Regresi .....	36
<b>BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN .....</b>		<b>37</b>
4.1	Gambaran Umum Sampel Penelitian.....	37
4.2	Analisis Data .....	38
4.2.1	Uji Statistik Deskriptif.....	38
4.2.2	Uji Kelayakan Model Regresi.....	40
4.2.3	Uji Kelayakan Keseluruhan Model.....	40
4.2.4	Uji Koefisien Determinasi.....	41
4.2.5	Uji Hipotesis .....	42

4.2.6	Uji Koefisien Regresi .....	45
4.3	Pembahasan Hasil Penelitian .....	47
4.3.1	<i>Free Cash Flow</i> terhadap Struktur Sukuk .....	47
4.3.2	<i>Leverage</i> terhadap Struktur Sukuk .....	48
4.3.3	Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Sukuk.....	49
<b>BAB V</b>	<b>PENUTUP .....</b>	<b>50</b>
5.1	Kesimpulan.....	50
5.2	Keterbatasan Penelitian.....	50
5.3	Saran.....	51
<b>DAFTAR PUSTAKA.....</b>		<b>52</b>
<b>LAMPIRAN.....</b>		<b>56</b>

## DAFTAR TABEL

	<b>HALAMAN</b>
Tabel 1. 1 Perkembangan Sukuk di Indonesia Tahun 2023 .....	3
Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu .....	21
Tabel 3. 1 Daftar Sampel Perusahaan .....	29
Tabel 4. 1 Uji Statistik Deskriptif .....	38
Tabel 4. 2 Uji Kelayakan Model Regresi .....	40
Tabel 4. 3 Uji Kelayakan Model Regresi Blok 0 .....	41
Tabel 4. 4 Uji Kelayakan Model Regresi Blok 1 .....	41
Tabel 4. 5 Uji Koefisien Determinasi .....	42
Tabel 4. 6 Uji T .....	43
Tabel 4. 7 Uji F .....	44
Tabel 4. 8 Uji Koefisien Regresi.....	45
Tabel 4. 9 Ringkasan Hasil Penelitian.....	47

## DAFTAR GAMBAR

	<b>HALAMAN</b>
Gambar 2. 1 Skema Sukuk Mudharabah .....	16
Gambar 2. 2 Skema Sukuk Ijarah .....	18
Gambar 2. 3 Skema Kerangka Pikiran .....	23

## DAFTAR LAMPIRAN

	<b>HALAMAN</b>
Lampiran 1 Biodata.....	56
Lampiran 2 Data Hasil Perhitungan Variabel .....	57
Lampiran 3 Uji Statistik Deskriptif .....	59
Lampiran 4 Uji Kelayakan Model Regresi .....	59
Lampiran 5 Uji Kelayakan Keseluruhan Model Regresi Blok 0.....	59
Lampiran 6 Uji Kelayakan Keseluruhan Model Regresi Blok 1.....	60
Lampiran 7 Uji Koefisien Determinasi .....	60
Lampiran 8 Uji Variabel dalam Persamaan.....	60
Lampiran 9 Uji <i>Omnibus Test of Model Coefficients</i> .....	61

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 LATAR BELAKANG

Perusahaan memerlukan modal dalam jumlah tertentu untuk mempertahankan kegiatan operasional dan mengembangkan usahanya. Maka demikian, perusahaan memiliki kewajiban mengambil keputusan mengenai kebijakan sumber pendanaannya. Perusahaan memperoleh modal dari sumber internal seperti modal pemilik, serta sumber eksternal yang dapat diakses melalui pinjaman bank atau dengan menerbitkan obligasi atau sukuk di pasar modal (Wulandari dan Wahyudi, 2018).

Pasar modal saat ini mengalami perkembangan yang ditandai dengan hadirnya berbagai inovasi pada produk-produk industri keuangan. Variasi produk industri keuangan memberikan alternatif-alternatif bagi manajer keuangan dalam memilih sumber pendanaan yang paling menguntungkan dan sejalan dengan tujuan perusahaan. Salah satunya yang saat ini tengah mengalami perkembangan yang signifikan yakni produk keuangan syariah (Wardhana dan Setianto, 2022).

Keuangan syariah dalam beberapa tahun terakhir mulai menunjukkan eksistensinya seiring dengan perkembangan ekonomi dan bisnis saat ini. Data *Islamic Finance Development Report 2022*, total keseluruhan aset keuangan syariah mencapai sekitar 2.202 juta USD pada akhir 2016 dimana sukuk berkontribusi sebesar 345 juta USD dan pada tahun 2022, total aset keuangan syariah mengalami peningkatan dimana nilainya mencapai sekitar 3.958 juta USD pada akhir 2021. Negara Indonesia sendiri menempati posisi ketujuh dengan total nilai aset keuangan syariah sebesar 139 juta USD. Salah satu bidang industri

keuangan syariah yang memiliki pengaruh cukup besar dalam perkembangannya yakni sukuk. Sukuk sendiri memiliki kontribusi terbesar kedua dengan nilai 713 juta USD atau sekitar 14% dari total keseluruhan aset keuangan syariah secara global. Dengan ini bisa dikatakan bahwa industri keuangan syariah menunjukkan perkembangan yang signifikan serta penerbitan sukuk memiliki kontribusi yang cukup besar di dalamnya.

Sukuk korporasi pertama PT Indosat Tbk senilai 175 miliar rupiah diterbitkan di Indonesia sebagai bagian dari pengembangan awal sukuk. Penerbitannya menggunakan akad mudharabah. Pada saat itu, sukuk mudharabah diterbitkan berdasarkan fatwa DSN-MUI no. 32/DSN-MUI/IX/2002 mengenai sukuk dan fatwa no. 33/DSN-MUI/IX/2002 mengenai sukuk mudharabah. Tahun demi tahun setelahnya, sukuk mengalami pertumbuhan nilai emisi yang konsisten di pasar modal Indonesia selama beberapa tahun berturut-turut (Dwitami, et al., 2021).

Perkembangan Sukuk di Indonesia terlihat dari data statistik Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Data tersebut memperlihatkan bahwa pada akhir tahun 2019 tercatat nilai akumulasi penerbitan sukuk sebesar 48,24 triliun rupiah dengan akumulasi jumlah penerbitan sukuk sebesar 232. Sementara jumlah sukuk *outstanding* pada akhir tahun 2019 yakni sebanyak 143 dengan nilai *outstanding* sebesar 29,82 triliun rupiah. Pada tahun 2023, nilai akumulasi penerbitan sukuk menunjukkan peningkatan sebesar 99,86 triliun rupiah dengan akumulasi jumlah penerbitan sebesar 457, nilai *outstanding* sebesar 45,70 triliun rupiah dimana jumlah *outstanding* sebesar 234. Sukuk yang telah diterbitkan di Indonesia sejauh ini sebagian besar masih menggunakan jenis sukuk mudharabah dan sukuk ijarah. Data yang diperoleh dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK) tahun 2023 menunjukkan bahwa penerbitan sukuk mudharabah masih mendominasi sebanyak 91 sementara



sukuk ijarah 72. Peningkatan jumlah penerbitan sukuk yang terjadi menunjukkan bahwa sukuk mulai diminati para investor yang hendak melakukan investasi. Penerbitan sukuk bisa menjadi pertimbangan bagi para manajer dalam pengambilan keputusan sumber pendanaan yang bertujuan mendanai kegiatan bisnisnya.

**Tabel 1. 1 Perkembangan Sukuk di Indonesia Tahun 2023**

<b>Tahun</b>	<b>Nilai <i>Outstanding</i> (Triliun)</b>	<b>Jumlah Sukuk <i>Outstanding</i></b>	<b>Nilai Akumulasi Penerbitan (Triliun)</b>	<b>Akumulasi Jumlah Penerbitan Sukuk</b>
2019	29,88	143	48,24	232
2020	30,35	162	55,15	274
2021	34,77	189	66,45	327
2022	42,50	221	84,97	403
2023	45,27	234	99,86	457

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (Diolah)

Sumber pendanaan menjadi pekerjaan rumah bagi manajer karena mereka harus memiliki kemampuan untuk mengumpulkan dana dengan efisien namun tetap memperhatikan biaya modal (Umdiana dan Claudia, 2020). Maka dari itu manajer perlu mempertahankan stabilitas finansial perusahaan serta meminimalisir risiko yang mana sangat bergantung pada jenis dan jumlah aset yang dimiliki perusahaan serta pengelolaan sumber dana yang baik. Sumber pendanaan yang dipilih oleh perusahaan berasal dari eksternal perusahaan yakni utang atau pinjaman.

Teori *Trade-Off* yang disampaikan Brigham dan Houston (2014) menjabarkan Perusahaan mempertimbangkan keuntungan memanfaatkan utang untuk tujuan perpajakan dibandingkan potensi bahaya yang terkait dengan kebangkrutan.

Dengan membayar biaya bunga dapat mengakibatkan pengurangan pajak, sehingga utang lebih terjangkau. Untuk memperjelas, utang memberikan manfaat atas perlindungan dari pajak. Menurut Myers (2001), perusahaan akan mengakumulasi utang hingga titik di mana manfaat pajak dari memiliki lebih banyak utang sama dengan biaya yang terkait dengan kesulitan keuangan.

Selain teori *Trade-off*, teori *Pecking order* penting untuk dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan pendanaan. Menurut Myers (1984), hipotesis *pecking order* mengungkapkan perusahaan yang memiliki rasio profitabilitas tinggi memiliki kecenderungan tingkat utangnya cukup rendah. Penyebab fenomena ini terjadi karena organisasi yang memiliki tingkat profitabilitas yang relatif tinggi mempunyai sumber keuangan internal yang cukup untuk memenuhi kebutuhan operasionalnya. Namun demikian, sesuai dengan gagasan ini, jika keuangan internal perusahaan tidak mencukupi untuk memenuhi kebutuhan operasional, perusahaan dapat menggunakan dana eksternal, khususnya utang, yang memiliki risiko paling kecil. Merujuk penjelasan sebelumnya, perusahaan akan menggunakan sumber pendanaan internal terlebih dahulu. Setelahnya, jika dana yang tersedia tidak mencukupi, maka akan dilakukan pencarian sumber pendanaan dari eksternal yakni utang lalu kemudian ekuitas. Sukuk merupakan surat berharga yang menggambarkan kepemilikan aset melalui penerbitan surat utang yang berbasis syariah. Perusahaan bisa memilih untuk menerbitkan sukuk sebagai salah satu pilihan untuk keputusan pendanaan kebutuhan operasional perusahaan.

Sebelum perusahaan mengambil keputusan terkait dengan penerbitan sukuk, terlebih dahulu perusahaan perlu menimbang berbagai variabel yang dapat memengaruhi keputusan sebelumnya. Salah satu variabel yang dipilih dalam

penelitian ini adalah *free cash flow*. Perusahaan yang *free cash flow*-nya tinggi membuat manajemen berada dalam keadaan yang terdesak untuk mendistribusikan dividen kepada para pemegang saham sedangkan dari pihak manajemen sendiri berkeinginan untuk tetap memiliki kendali terhadap *free cash flow* sehingga mereka cenderung ingin menahan kas tersebut (Ascend dan Ayu, 2023). Untuk mengatasi permasalahan tersebut, perusahaan dapat membuat kebijakan mengenai kebijakan pembayaran utang yang cukup besar yang berasal dari penerbitan sukuk salah satunya. Menurut teori *pecking order*, perusahaan memilih sumber pendanaan internal dan perusahaan dapat memanfaatkan *free cash flow* untuk beberapa tujuan khusus seperti pembayaran dividen contohnya. Namun menurut teori *trade off*, perusahaan akan berutang untuk mendapatkan beberapa keuntungan seperti manfaat pajak sehingga perusahaan akan cenderung mencari sumber pendanaan eksternal yakni dengan menerbitkan sukuk. Menurut Halim et al. (2017) dan Wardhana dan Setianto (2022), perusahaan dengan *free cash flow* tinggi cenderung memilih menerbitkan sukuk daripada obligasi konvensional.

Variabel selanjutnya yakni *leverage* dimana menurut teori *trade-off* perusahaan akan cenderung memilih sumber pendanaan eksternal. Salah satu pertimbangan untuk sumber pendanaan eksternal yakni dengan menerbitkan sukuk dengan tujuan untuk mendapatkan manfaat pajak dan mengelola struktur modal mereka dengan lebih efektif. *Leverage* yang lebih tinggi dapat mendorong perusahaan untuk memilih sukuk sebagai bentuk pendanaan guna memanfaatkan keuntungan pajak yang tersedia dan mengoptimalkan struktur modal mereka. Perusahaan yang tingkat utangnya tinggi akan mengalami beberapa kerugian. Kerugian yang akan di alami yakni *financial constraint* (keterbatasan keuangan), dimana perusahaan akan kesulitan mengakses sumber pendanaan eksternal

karena kreditor dan pemegang saham melihat risiko yang tinggi pada perusahaan sehingga mereka menetapkan biaya pendanaan yang lebih tinggi. Hal ini akan memaksa perusahaan untuk mencari alternatif lain dalam mencari pendanaan perusahaan. Sukuk dapat dijadikan salah satu alternatif pendanaan bagi perusahaan yang *leverage* nya tinggi karena sukuk memiliki struktur kontrak yang aman, serta aliran dana yang stabil (Wardhana dan Setianto, 2022).

Variabel ketiga yakni ukuran perusahaan (*firm size*). Ukuran perusahaan menggambarkan seberapa banyak total aset yang dimiliki oleh sebuah perusahaan (Muna dan Kartini, 2023). Perusahaan dengan ukuran besar begitu mudah membiayai investasi mereka karena tingkat pertumbuhan penjualan yang cukup tinggi. Ukuran perusahaan yang besar memiliki akses yang mudah terhadap berbagai sumber pendanaan (Soge dan Brata, 2020). Perusahaan besar dapat melakukan diversifikasi terhadap sumber pendanaan mereka karena kemudahan akses yang mereka miliki. Perusahaan yang besar dapat dengan mudah memasuki pasar modal syariah dan memutuskan untuk menerbitkan sukuk. Ukuran perusahaan dapat memengaruhi kemampuan perusahaan untuk menerbitkan sukuk serta untuk menarik investor untuk berinvestasi pada perusahaan. Perusahaan yang besar biasanya memiliki akses yang lebih baik ke pasar modal dan sudah dianggap lebih mampu untuk menerbitkan sukuk dengan jumlah yang besar. Maka dari itu, ukuran perusahaan bisa menjadi pertimbangan dalam keputusan penerbitan sukuk.

Penerbitan sukuk dilakukan menggunakan akad yang mendasari seperti Sukuk Ijarah menggunakan akad Ijarah dan Sukuk Mudharabah menggunakan akad mudharabah. Sukuk Ijarah merupakan sukuk yang diterbitkan menggunakan kontrak sewa sehingga biaya ijarah bisa dikatakan tetap sehingga profit dari

investasi sukuk ijarah dapat dihitung dari awal penerbitan sukuk (Hidayat dan Zuwardi, 2023). Sukuk mudharabah merupakan sekuritas dengan karakteristik *debt* dan *equity* (Azmat et al. 2017). Transaksi sukuk mudharabah melibatkan penerbitan sertifikat yang digunakan untuk mendanai proyek dengan prinsip kontrak mudharabah dimana konsep sukuk mudharabah dimana investor sebagai pemilik modal dan *mudharib* sebagai pengelola modal (Nurfalah, 2023).

Sukuk Ijarah dapat menjadi salah satu alternatif bagi perusahaan yang hendak menerbitkan sukuk. Salah satu alasan mengapa sukuk Ijarah menjadi alternatif dibanding sukuk mudharabah adalah karena imbalan hasil dari sukuk ijarah yakni berasal dari hasil sewa dengan tingkat *fee* tetap (*fixed income*) dimana *fee* ini diperoleh dari penyewaan serta besarnya telah ditetapkan sebelumnya tidak seperti sukuk mudharabah yang tergantung dari bagi hasil (Kholifah, 2020). Selain dari sisi imbalan yang akan diperoleh investor setelah jatuh tempo, pertimbangan pemilihan penerbitan struktur sukuk melihat dari tingkat risiko antara sukuk Ijarah dan sukuk mudharabah dimana menurut penelitian Mutia et al. (2018), tingkat risiko sukuk ijarah lebih rendah dibandingkan dengan sukuk mudharabah. Pada penelitian ini yang menjadi fokus pada variabel dependen dari pemilihan struktur sukuk yakni sukuk Ijarah berdasarkan kelebihan yang ditawarkan sukuk Ijarah.

Penelitian yang telah dilakukan sebelumnya terkait dengan faktor-faktor yang memengaruhi penerbitan sukuk dibandingkan obligasi konvensional oleh perusahaan sudah banyak dilakukan. Pada penelitian yang dilakukan oleh Pribadi dan Wibowo (2019) yang juga meneliti keputusan perusahaan dalam pemilihan penerbitan obligasi konvensional dan Sukuk dimana *Leverage* berpengaruh negatif dan signifikan sementara ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan. Lalu penelitian yang dilakukan oleh Godlewski et al. (2013)

menjabarkan bahwa pasar saham bersikap netral terhadap pengumuman penerbitan obligasi konvensional sementara pada penerbitan sukuk bereaksi negatif. Penelitian terhadap faktor-faktor yang memengaruhi pemilihan struktur sukuk yang akan diterbitkan perusahaan masih belum banyak dilakukan.

Penelitian ini merujuk dari salah satu penelitian terdahulu yang telah diteliti dan dipublikasikan oleh Utami dan Irawati (2018) terkait dengan pemilihan struktur sukuk di Indonesia. Perbedaan penelitian yang diteliti yang pertama yakni dari variabel independen pada penelitian sebelumnya menggunakan variabel *leverage*, umur perusahaan, pertumbuhan laba, kepatuhan syariah, dan tipe perusahaan. Pada penelitian ini menggunakan variabel independen antara lain *free cash flow*, *leverage*, dan ukuran perusahaan.

Selanjutnya perbedaan kedua terletak pada model analisis yang digunakan. Pada penelitian ini menggunakan model regresi logistik sedangkan pada penelitian terdahulu menggunakan model regresi probit. Perbedaan ketiga terletak pada sampel penelitian yang digunakan. Penelitian sebelumnya menggunakan sampel penelitian selama periode 2005 hingga 2017. Penelitian ini menggunakan sampel penelitian yang terdiri dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan telah menerbitkan sukuk antara tahun 2019 hingga 2023. Berdasarkan konteks yang diuraikan sebelumnya, maka penulis mengambil judul untuk penelitian sebagai berikut:

“Pengaruh *Free Cash Flow*, *Leverage*, dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Sukuk pada Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)”

## 1.2 RUMUSAN MASALAH

Latar belakang yang telah dijelaskan sebelumnya penelitian ini dirumuskan pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Apakah *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap pemilihan struktur sukuk Ijarah?
2. Apakah *Leverage* berpengaruh terhadap pemilihan struktur sukuk Ijarah?
3. Apakah Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap pemilihan struktur sukuk Ijarah?

## 1.3 TUJUAN PENELITIAN

Berdasarkan rumusan masalah sebelumnya, tujuan dari penelitian ini akan dijabarkan sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui pengaruh *Free Cash Flow* terhadap pemilihan struktur sukuk Ijarah.
2. Untuk mengetahui pengaruh *Leverage* terhadap pemilihan struktur sukuk Ijarah.
3. Untuk mengetahui pengaruh ukuran perusahaan terhadap pemilihan struktur sukuk Ijarah.

## 1.4 KEGUNAAN PENELITIAN

### 1.4.1 Kegunaan Teoritis

1. Penelitian ini agar kedepannya mampu ikut serta berkontribusi dalam menambah wawasan mengenai pengaruh *free cash flow*, *leverage*, dan

ukuran perusahaan terhadap pemilihan struktur sukuk yang akan diterbitkan.

2. Penelitian ini diharapkan mampu memberikan referensi untuk penelitian-penelitian selanjutnya.

#### 1.4.2 Kegunaan Praktis

1. Hasil penelitian ini diharapkan memberikan masukan dan pertimbangan kepada perusahaan dalam menyusun kebijakan dalam memilih struktur sukuk yang sesuai dengan kondisi dan karakteristik perusahaan.
2. Hasil penelitian ini diharapkan mampu memberi pemahaman dalam pengetahuan dan wawasan peneliti terkait hal-hal yang memengaruhi perusahaan dalam memilih struktur sukuk.

### **1.5 SISTEMATIKA PENULISAN**

Penulisan yang sistematis memberikan penjelasan yang komprehensif tentang keseluruhan penelitian yang dilakukan. Penelitian ini terdiri dari lima bab yang didasarkan pada pedoman penulisan skripsi (Fakultas Ekonomi dan Bisnis, 2012). Bab-bab tersebut akan dirinci pada bagian berikut:

#### **BAB I : PENDAHULUAN**

Bab ini meliputi informasi latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, aplikasi penelitian, dan metodologi penulisan.

#### **BAB II : TINJAUAN PUSTAKA**

Bab ini menguraikan landasan teori mengenai penelitian yang dilakukan, memaparkan penelitian terdahulu, kerangka pemikiran, dan hipotesis penelitian.



### BAB III : METODE PENELITIAN

Bab ini mencakup komponen-komponen berikut: desain penelitian, lokasi dan durasi penelitian, karakteristik demografi dan sampel, jenis dan asal data penelitian, alat pengumpulan data, variabel penelitian dan definisi operasionalnya, serta metode analisis data.

### BAB IV : HASIL PENELITIAN

Bab ini memberikan gambaran umum tentang data yang dianalisis, proses pengujian hipotesis, dan pembahasan hasil selanjutnya.

### BAB V : PENUTUP

Bab ini menyajikan kesimpulan yang diambil dari temuan penelitian, serta saran dan batasan penelitian.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 TINJAUAN TEORI

##### 2.1.1 *Pecking Order Theory*

*Pecking Order Theory* mengacu pada strategi perusahaan untuk memperoleh uang tambahan dengan menjual aset yang ada. Contoh aktivitas tersebut antara lain penjualan bangunan, tanah, peralatan, dan aset lainnya. (Fahmi, 2020). Laba ditahan adalah metode alternatif untuk membiayai modal sendiri. Laba ditahan mengacu pada bagian keuntungan yang tidak dialokasikan kepada pemegang saham. Menurut Smith dan Skousen dalam Fahmi (2020), laba yang ditahan merupakan titik konvergensi antara akun neraca dan akun laporan laba rugi.

Najmudin (2011) menyatakan bahwa *teori pecking order* mencakup beberapa gagasan yang dapat dirangkum sebagai berikut:

1. Perusahaan menentukan sumber keuangan internal mereka yang dikembangkan tanpa menimbulkan sinyal buruk yang dapat mengakibatkan penurunan nilai saham.
2. Ketika suatu perusahaan mencari pendanaan eksternal, perusahaan tersebut dapat menerbitkan hutang terlebih dahulu, kemudian menerbitkan ekuitas pada tahap terakhir. Hal ini berarti investor cenderung tidak memandang penerbitan utang sebagai indikasi negatif.

##### 2.1.2 *Trade-Off Theory*

*Trade-Off* yang dikemukakan Myers (2001) menyatakan bahwa suatu perusahaan akan mempertahankan tingkat utangnya hingga mencapai ambang

batas tertentu. Pada ambang batas ini, keuntungan pajak yang diperoleh dari pengambilan utang lebih lanjut diimbangi dengan tantangan keuangan yang mungkin timbul. Biaya yang terkait dengan krisis keuangan mencakup biaya agensi, biaya reorganisasi, dan peningkatan biaya kebangkrutan akibat menurunnya kredibilitas perusahaan. Teori *Trade-Off* memperhitungkan beberapa aspek, termasuk biaya kesulitan keuangan, biaya keagenan, dan pajak, ketika menghitung struktur modal yang paling menguntungkan. Namun, asumsi efisiensi pasar dan pengetahuan simetris harus ditegakkan agar penggunaan utang dapat dilakukan secara efektif.

Tingkat hutang ideal akan tercapai saat manfaat pajak (*tax shields*) telah mencapai ambang batas maksimum sesuai dengan biaya kesulitan keuangan. Ada perbedaan mengenai teori *trade-off* dan hipotesis *pecking order*. Pada Teori *pecking order* ekuitas yang berasal dari laba yang ditahan serta penerbitan saham baru gagal diperhitungkan. Sumber pendanaan prioritas memberikan kepentingan yang lebih tinggi untuk menggunakan laba ditahan dibandingkan menerbitkan saham baru. Namun, teori *trade-off* tidak menentukan urutan pemilihan sumber pendanaan. Menurut teori ini, ekuitas dianggap sama terlepas dari apakah itu berasal dari laba ditahan atau penerbitan saham terbaru (Najmudin, 2011).

Modigliani dan Miller berpendapat bahwa memanfaatkan hutang lebih menguntungkan dibandingkan menggunakan uang pribadi, terutama melalui pinjaman bank. Industri perbankan menetapkan tingkat suku bunga dengan mengacu pada kondisi yang berubah, sehingga tidak mungkin perbankan mengungkapkan tingkat bunga pinjaman secara langsung kepada debitur karena akan menimbulkan permasalahan bagi sektor perbankan. (Fahmi, 2020).

## **2.2 SUKUK**

### **2.2.1 Pengertian Sukuk**

*The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution* (AAOIFI) No.17 mendefinisikan sertifikat sukuk sebagai dokumen yang memberikan bukti kepemilikan penuh atas suatu aset, hak atas manfaat, dan layanan, aktivitas investasi tertentu atau kepemilikan proyek. Dewan Syariah Nasional mendefinisikan Sukuk dalam Fatwa No. 137/DSN-MUI/IX/2020 tentang Sukuk yakni Surat Berharga Syariah (Efek Syariah) yang berupa sebuah sertifikat atau bukti atas kepemilikan yang memiliki nilai sama serta mewakili bagian dari kepemilikan yang tidak bisa ditentukan batas-batasnya atas aset yang mendasari setelah diterimanya dana sukuk, ditutupnya pemesanan, dan dimulainya penggunaan dana sesuai dengan peruntukannya.

### **2.2.2 Karakteristik Sukuk**

Karakteristik dasar sukuk yakni satuan unit investasi pokok modal sukuk dimana nilainya rata dan sama, jumlah sukuk yang dimiliki investor ditunjukkan melalui persentase kepemilikan serta hak yang terkandung didalamnya terhadap bagain yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi dari aset proyek yang sedang berlangsung sehingga sukuk memiliki keterlibatan yang sama antara keuntungan dan kerugian (Anggadini dan Komala, 2017).

Berikut ini merupakan ketentuan terkait karakteristik sukuk berdasarkan Fatwa DSN-MUI No. 137/DSN-MUI/IX/2020 mengenai sukuk disebutkan antara lain:

1. Aset Sukuk yang digunakan sebagai dasar penerbitan sukuk harus sesuai dengan prinsip syariah

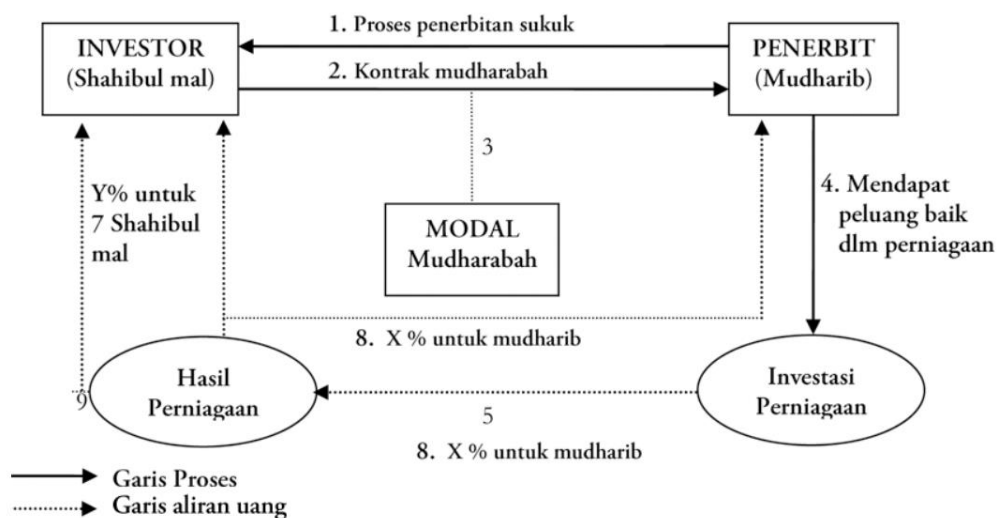
2. Aset sukuk merupakan milik pemegang sukuk
3. Setiap unit sukuk wajib memiliki nilai yang sama
4. Sukuk pada saat diterbitkan tidak mencerminkan utang penerbit kepada pemegang sukuk, melainkan mencerminkan kepemilikan pemegang sukuk terhadap aset sukuk
5. Sukuk dapat berubah menjadi utang/piutang dalam hal aset sukuk berubah menjadi piutang pemegang sukuk
6. Pada prinsipnya penerbitan sukuk harus ada jangka waktu tertentu kecuali disepakati lain dalam akad atau diatur oleh peraturan perundangan yang berlaku
7. Penerbit wajib membayarkan pendapatan kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil/*margin/fee* dan membayar kembali dana sukuk pada saat jatuh tempo sesuai dengan skema akad
8. Imbal hasil sukuk dengan akad mudharabah dan musyarakah harus berasal dari kegiatan usaha yang menjadi aset sukuk.

### **2.2.3 Struktur Sukuk**

#### **2.2.3.1 Sukuk Mudharabah**

Sukuk mudharabah menurut fatwa Dewan Syari'ah Nasional MUI No. 33/DSN-MUI/IX/2002 yakni sukuk dengan akad yang mendasari penerbitannya adalah akad mudharabah dimana emiten yang menerbitkan sukuk mudharabah adalah mudharib sedangkan investor atau pemegang sukuk mudharabah adalah *shahibul mal*. Pendapatan investasi yang dibagikan kepada pemegang sukuk Mudharabah harus bersih dari unsur non halal. Nisbah keuntungan dan pembagian pendapatan sudah ditentukan dan dilakukan sesuai dengan kesepakatan awal. Mudharabah, kadang-kadang disebut sebagai dana perwalian,

diberikan kepada pengusaha yang dianggap dapat dipercaya dalam menjalankan usaha atau produksi. Apabila terjadi kejadian-kejadian yang menimbulkan kerugian bagi kedua belah pihak dan peristiwa tersebut bukan disebabkan oleh buruknya perilaku pengusaha, maka risikonya dapat ditanggung bersama (Fatah 2011).



Gambar 2. 1 Skema Sukuk Mudharabah

Sumber: Wahid (2010)

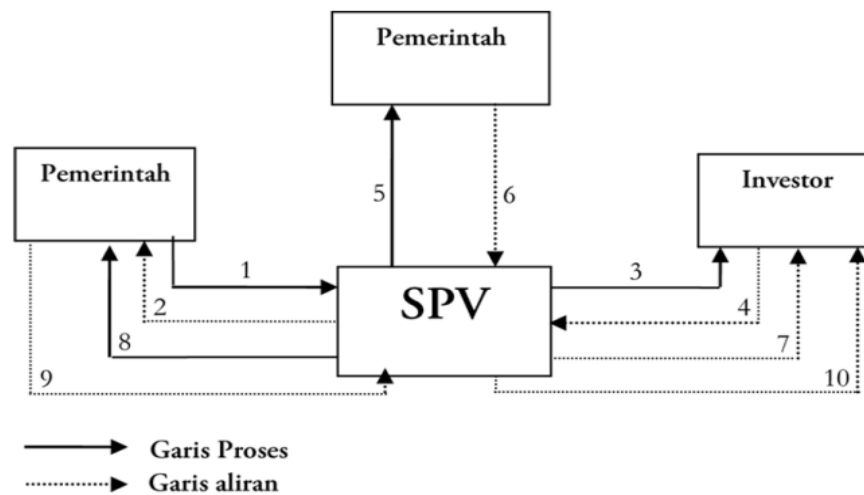
Keterangan:

1. Entitas memfasilitasi penerbitan sukuk dengan akad mudharabah untuk mengumpulkan uang pada tingkat tertentu;
2. Entitas (mudharib) serta investor (shahib mal) mengadakan akad mudharabah dengan kesepakatan keuntungan yang telah ditentukan (X:Y);
3. Penerbit memfasilitasi penerbitan sukuk mudharabah untuk menghimpun uang pada tingkat tertentu;
4. Penerbit dan investor mengadakan akad mudharabah dengan akad pembagian *profit* yang telah ditentukan (X:Y);
5. Berdasarkan akad, sejumlah modal mudharabah dikumpulkan;

6. Penerbit mengalokasikan modal untuk usaha bisnis sebagai pilihan yang menguntungkan di antara alternatif bisnis;
7. Investasi yang dilakukan penerbit berpotensi memberikan keuntungan tertentu;
8. Keuntungan komersial dibagi antara penerbit dan investor menurut nisbah yang disepakati (X:Y);
9. Keuntungan yang diperoleh investor sebesar Y%;
10. Keuntungan yang diperoleh penerbit adalah sebesar X%.

### **2.2.3.2 Sukuk Ijarah**

Sukuk Ijarah menurut Fatwa DSN-MUI No. 41/DSN-MUI/III/2004 merupakan sukuk yang penerbitannya menggunakan akad yang mendasarinya yakni Ijarah dimana pemegang sukuk Ijarah merupakan *musta'jir* (penyewa) dan dapat pula bertindak sebagai *mu'jir* (pemberi sewa) sementara emiten dapat menyewa maupun menyewakan kepada pihak lain dan dapat pula bertindak sebagai penyewa. Karakteristik Sukuk Ijarah menurut Al-Amine (2001) antara lain yang pertama yakni Sukuk Ijarah merupakan sekuritas yang mewakili kepemilikan atas aset yang sudah tersedia yang terkait dengan kontrak sewa sehingga di akhir Sukuk Ijarah dapat diperdagangkan di pasar dengan harga yang ditentukan oleh pasar. Kedua, pengembalian yang diharapkan dari sukuk ijarah tidak sepenuhnya tetap dan ditentukan di muka karena terdapat beberapa biaya yang timbul seperti biaya pemeliharaan dan asuransi. Ketiga, sukuk Ijarah dapat diperdagangkan di pasar sekunder. Keempat, Sukuk Ijarah memberikan fleksibilitas yang cukup tinggi dari sudut pandang penerbitan, manajemen, dan pemasaran.



Gambar 2. 2 Skema Sukuk Ijarah  
 Sumber: Wahid (2010)

Keterangan:

1. Pemerintah mengalihkan kepemilikan aset kepada SPV dengan metode *bay' al-wafa'*, yaitu jual beli dengan perjanjian untuk membeli kembali produk tersebut;
2. Pemerintah mendapat bayaran secara tunai dari SPV sebagai imbalan atas aset tersebut, sehingga SPV menjadi pemilik baru aset tersebut;
3. *Special Purpose Vehicle* (SPV) memanfaatkan akad ijarah untuk menerbitkan sukuk dan selanjutnya menjual aset tersebut kepada para investor;
4. Investor mengirimkan pembayaran tunai ke SPV;
5. SPV kemudian menyewakan aset milik investor kepada pemerintah setelah menetapkan harga sewa sebelumnya;
6. Pemerintah secara berkala membayar sewa aset kepada SPV;
7. SPV mendistribusikan uang sewa kepada setiap investor sebagai pendapatan;
8. Ketika aset sudah jatuh tempo, aset dijual kembali dengan harga jual awal kepada pemerintah oleh SPV
9. SPV menerima pembayaran aset dari pemerintah secara tunai;



10. SPV membeli kembali sukuk dari investor dengan harga semula.

### **2.3 FREE CASH FLOW**

Arus kas bebas (*free cash flow*) menurut Brigham dan Houston (2014) merupakan arus kas perusahaan yang tersedia setelah perusahaan melakukan berbagai bentuk investasi bisa dalam bentuk aset tetap, investasi terhadap produk baru, bahkan modal kerja agar suatu operasional yang sedang berjalan tetap bertahan yang mana arus kas ini selanjutnya dibayarkan kepada para investor. Arus kas ini dapat digunakan untuk akuisisi serta pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan, untuk membayar utang perusahaan, dan membayar dividen kepada para pemegang saham (Nazalia dan Triyanto, 2018). Faktor-faktor yang perlu diperhatikan investor saat hendak mengambil keputusan investasi yakni jika *Free cash flow* rendah maka investor akan menilai perusahaan tersebut telah menggunakan dananya secara optimal sehingga bisa mengembangkan usahanya ke arah yang lebih baik dan memiliki daya kompetitif (Mardiana dkk. 2023).

### **2.4 LEVERAGE**

Rasio Leverage mengukur berapa besaran perusahaan dibiayai melalui utang. Jika suatu perusahaan menggunakan utang terlalu tinggi sangat sulit untuk melepaskan beban tersebut sehingga yang perusahaan harus lakukan agar tidak terjebak dalam keadaan tersebut yakni menyeimbangkan berapa utang yang layak diambil dan memastikan sumber pendanaan berasal dari mana yang dapat dipakai untuk membayar utang-utang mereka (Fahmi, 2020). Kreditor lebih cenderung kepada perusahaan dengan rasio utang rendah. Semakin rendah rasio utang, makin semakin besar perlindungan yang didapat kreditor terhadap kerugian yang akan terjadi jika seandainya perusahaan dilikuidasi.

Namun, lain halnya dengan para pemegang saham lebih menyukai *leverage* yang besar karena dengan begitu laba yang mereka peroleh akan lebih besar dari yang para pemegang saham harapkan (Brigham dan Houston, 2014). Kasmir (2010) menyatakan bahwa perusahaan memanfaatkan rasio *leverage* untuk berbagai tujuan, sebagaimana disebutkan dalam Sabatini & Nugraheni (2022) yakni bertujuan memastikan status perusahaan saat ini sehubungan dengan kewajibannya kepada kreditur, untuk mengevaluasi kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban tetapnya, seperti pembayaran pinjaman yang mencakup bunga, serta untuk mengevaluasi sejauh mana aset perusahaan didanai melalui utang.

## **2.5 UKURAN PERUSAHAAN**

Ukuran perusahaan menurut Hartono (2008) adalah suatu perusahaan dikatakan kecil/besar diukur dari total atau jumlah aset yang dimiliki perusahaan, dihitung dari total aset yang menggunakan nilai logaritmik. Menurut Brigham dan Houston dalam Mahmudin dkk (2019), ukuran perusahaan dapat ditentukan dengan mengevaluasi banyak faktor seperti total aset, penjualan, laba, dan beban pajak. Pendapat-pendapat yang telah diuraikan sebelumnya di atas, dapat diambil kesimpulan bahwa ukuran Perusahaan yang mengacu pada besarnya atau luasnya suatu perusahaan, ditentukan dengan menilai total aset, penjualan, serta *profit*. Hal ini, pada gilirannya, berdampak pada kinerja sosial perusahaan, pencapaian tujuan, dan struktur modal. Organisasi-organisasi besar telah meningkatkan akses terhadap sumber pendanaan eksternal, sehingga memudahkan mereka mendapatkan pinjaman.

## 2.6 PENELITIAN TERDAHULU

Penelitian terdahulu akan digunakan sebagai bahan pembandingan dan bahan kajian dalam penyusunannya, maka penulis merujuk pada beberapa karya tulis ilmiah sebagai referensi penelitian ini:

**Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu**

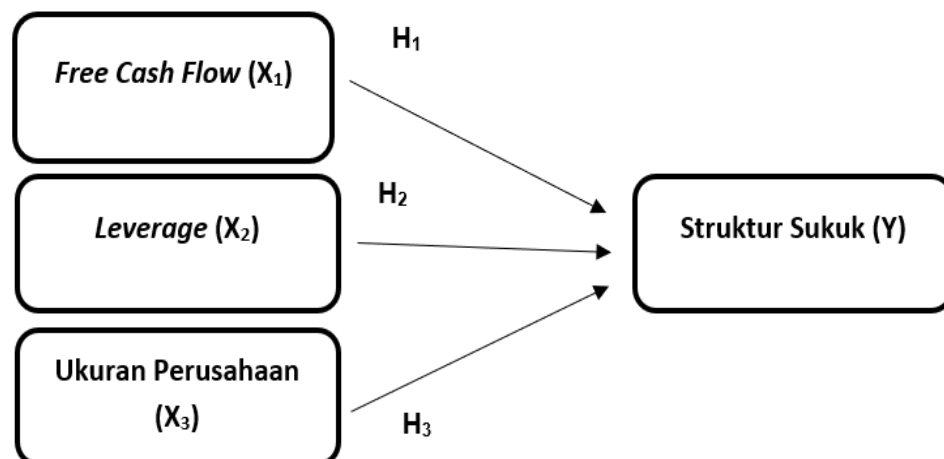
<b>Nama</b>	<b>Tahun</b>	<b>Judul</b>	<b>Metode</b>	<b>Hasil</b>
Datien Eriska Utami, Irwan Trinugroho, dan Bruno S. Sergi	2019	<i>What Determines Sukuk Issuance Type in Indonesia?</i>	<i>Probit Regression Model</i>	Profitabilitas Perusahaan dan Tingkat Kepatuhan Syariah memiliki pengaruh yang signifikan pada probabilitas penerbitan Sukuk Mudharabah. Beberapa faktor karakteristik yang lain meliputi sukuk yield, usia perusahaan, dan tingkat inflasi juga memiliki pengaruh yang signifikan.
Widyawati	2016	Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Pilihan Emiten Terhadap Jenis Obligasi Syariah (Sukuk)	Regresi Logistik Biner	Rasio <i>Leverage</i> , Ukuran Perusahaan, dan rasio margin operasional tidak berpengaruh signifikan pada pilihan emiten terhadap sukuk ijarah.

Ryan Kusuma Wardhana dan Rahmat Heru Setianto	2022	<i>What Determines the Choice Between Sukuk vs Bonds</i>	<i>Binary Logistic Regression</i>	Perusahaan dengan <i>Free Cash Flow</i> dan <i>Leverage</i> tinggi memilih Sukuk dibandingkan Obligasi Konvensional
Ayşe Yuce dan Usama Toor	2023	<i>Motivation of Firms to Issue Sukuk</i>	<i>Logistic Regression Method</i>	Perusahaan yang lebih besar akan memasuki pasar sukuk sebagai alternatif pada obligasi konvensional ketika terdapat permintaan yang tinggi akan <i>capital</i> .
Sukma Kukuh Pribadi dan Budi Wibowo	2019	<i>The Analysis of Company Decisions in Choosing Sukuk and Bonds Using Logit Model</i>	<i>Logistic Binary Regression</i>	Ukuran, tenor, rating, leverage, umur perusahaan, earnings growth, pertumbuhan penjualan, return on assets, dan cash flow memiliki pengaruh negatif pada keputusan perusahaan untuk menerbitkan sukuk
Datien Eriska Utami dan Zulfa Irawati	2018	<i>Issuers' Insight for Identifying Choice of Sukuk Structuring</i>	<i>Probit Regression Model</i>	keputusan perusahaan dalam pemilihan struktur sukuk dimana hasil penelitian ini menunjukkan <i>leverage</i> , kepatuhan syariah, dan tipe

				<p>perusahaan berpengaruh secara signifikan dalam pemilihan struktur sukuk yang akan diterbitkan perusahaan sementara pertumbuhan laba dan umur perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap pemilihan penerbitan struktur sukuk.</p>
--	--	--	--	---

## 2.7 KERANGKA PENELITIAN

Latar belakang teori penelitian ini dapat dijelaskan berdasarkan penjelasan yang telah dikemukakan sebelumnya, maka penelitian ini dapat dijelaskan melalui kerangka sebagai berikut:



Gambar 2. 3 Skema Kerangka Pikiran

## 2.8 HIPOTESIS PENELITIAN

Hipotesis adalah solusi sementara terhadap suatu masalah penelitian yang diuji oleh penelitian selanjutnya. Hipotesis menjawab permasalahan utama yang dibahas pada uraian sebelumnya, sehingga memberikan jalan yang lebih jelas bagi penelitian ini. Rumusan hipotesis yang akan dijabarkan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

### 2.8.1 Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Struktur Sukuk

*Free cash flow* adalah jumlah uang tunai yang tersisa perusahaan setelah memenuhi kebutuhan modal kerja dan berinvestasi dalam aset. Alokasi arus kas bebas dapat menimbulkan konflik internal dalam organisasi sebagai akibat dari permasalahan yang berkaitan dengan penggunaannya. Arus kas bebas dapat dialokasikan berdasarkan kebutuhan perusahaan untuk memitigasi konflik yang timbul. Ketika sebuah perusahaan mempunyai kesempatan untuk berinvestasi pada usahanya di masa depan, perusahaan tersebut dapat memilih untuk mempertahankan dan memanfaatkan *free cash flow* sebagai sumber pendanaan internal. Perusahaan yang tingkat *free cash flow*-nya besar biasanya menunjukkan kecenderungan meminimalkan utang dalam situasi ketika terdapat prospek investasi yang signifikan.

*Free cash flow* terkadang bisa bernilai negatif, menunjukkan bahwa sumber keuangan perusahaan tidak cukup untuk memenuhi kebutuhan investasinya (Rosdini, 2009). Posisi *free cash flow* yang negatif menandakan bahwa perusahaan harus memperoleh dana tambahan, baik dengan mengambil hutang atau menerbitkan saham baru. Secara umum, perusahaan cenderung lebih memilih menggunakan hutang daripada menerbitkan saham tambahan, karena pilihan terakhir berpotensi menimbulkan konsekuensi yang merugikan.

H<sub>1</sub> : *Free Cash Flow* berpengaruh signifikan positif terhadap struktur sukuk ijarah

### **2.8.2 Pengaruh *Leverage* terhadap Struktur Sukuk**

Jika suatu perusahaan menggunakan utang terlalu tinggi sangat sulit untuk melepaskan beban tersebut sehingga yang perusahaan harus lakukan agar tidak terjebak dalam keadaan tersebut yakni menyeimbangkan berapa utang yang layak diambil dan memastikan sumber pendanaan berasal dari mana yang dapat dipakai untuk membayar utang-utang mereka (Fahmi, 2020). Perencanaan keuangan yang efektif sangat penting bagi perusahaan karena tingkat utang yang lebih tinggi berhubungan dengan peningkatan eksposur risiko, yang berpotensi mengakibatkan kerugian finansial bagi perusahaan dan investornya. Berdasarkan teori *trade off*, melihat manfaat yang diperoleh perusahaan jika menggunakan utang lebih besar dibandingkan pengorbanannya, teori ini menyarankan untuk menggunakan pendanaan eksternal (Umdiana dan Claudia, 2020).

H<sub>2</sub> : *Leverage* berpengaruh signifikan positif terhadap struktur sukuk ijarah

### **2.8.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Sukuk**

Ukuran perusahaan mengacu pada besarnya struktur modal suatu perusahaan. Perusahaan-perusahaan besar mempunyai kapasitas yang lebih besar untuk melakukan diversifikasi sehingga mengurangi kerentanan terhadap kebangkrutan. Organisasi besar dengan tingkat keberagaman yang tinggi mempunyai arus kas yang dapat diprediksi dan peluang kebangkrutan yang lebih kecil. Selain itu, merupakan hal yang lumrah bagi perusahaan besar untuk menghasilkan keuntungan yang besar, terlihat dari keseluruhan pendapatan yang dihasilkan dari penjualan produknya. Ketika total penjualan meningkat, pendapatan perusahaan juga meningkat. Laba ditahan berfungsi sebagai opsi pendanaan internal berisiko rendah. Perusahaan cenderung tidak menggunakan

utang karena kemudahan akses terhadap dana di pasar modal dan efektivitas biaya penerbitan ekuitas. Perusahaan-perusahaan besar biasanya memilih sukuk dengan risiko yang lebih rendah.

H<sub>3</sub> : Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap struktur sukuk ijarah