STUDI KOMPARATIF TERHADAP DETERMINAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN SYARIAH DAN NON-SYARIAH

SKRIPSI

Ditulis oleh:

Nama : Muhammad Ismail

Nomor Mahasiswa : 15311436

Jurusan : Manajemen

Bidang Konsentrasi : Keuangan

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA

MANAJEMEN

2019/2020

STUDI KOMPARATIF TERHADAP DETERMINAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN SYARIAH DAN NON-SYARIAH

SKRIPSI

ditulis dan diajukan untuk memenuhi syarat
ujian akhir guna memperoleh gelar sarjana
strata-1 di Jurusan Manajemen, Fakultas Bisnis
dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia

Oleh:

Nama : Muhammad Ismail

Nomor Mahasiswa : 15311436

Jurusan : Manajemen

Bidang Konsentrasi : Keuangan

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA

MANAJEMEN

2019/2020

HALAMAN PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

"Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan orang lain untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku."

Yogyakarta, 12 Juni 2020

Penulis,

Muhammad Ismail

HALAMAN PENGESAHAN SKRIPSI

STUDI KOMPARATIF TERHADAP DETERMINAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN SYARIAH DAN NON-SYARIAH

Nama : Muhammad Ismail

Nomor Mahasiswa: 15311436

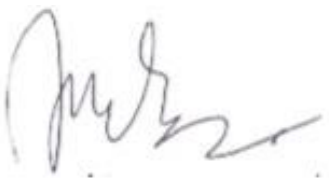
Jurusan : Manajemen

Konsentrasi : Keuangan

Yogyakarta, 10 Juni 2020

Telah disetujui dan disahkan oleh

Dosen Pembimbing



Abdur Rafik, SE., M.Sc.

HALAMAN PENGESAHAN UJIAN

BERITA ACARA UJIAN TUGAS AKHIR /SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

STUDI KOMPARATIF TERHADAP DETERMINAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN SYARIAH DAN NON-SYARIAH

Disusun Oleh : **MUHAMMAD ISMA'IL**

Nomor Mahasiswa : **15311436**

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**

Pada hari, tanggal: Senin, 27 Juli 2020

Penguji/ Pembimbing Skripsi : Abdur Rafik,,S.E., M.Sc.

Penguji : Dwipraptono Agus Harjito,Dr.,M.Si.

Mengetahui
Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomika
Universitas Islam Indonesia

Prof. Jaka Sriyana, SE., M.Si, Ph.D.

HALAMAN PERSEMBAHAN

Kupersembahkan skripsi ini kepada

Kedua orang tuaku, Bapak dan Ibu

Dan adik-adikku tersayang

MOTTO

"Sungguh, bersama kesukaran itu pasti ada kemudahan, sungguh, bersama kesukaran itu pasti ada kemudahan. Oleh karena itu, jika kamu telah selesai dari suatu tugas, kerjakan tugas lain dengan sungguh-sungguh dan hanya kepada Tuhanmulah hendaknya kamu memohon dan mengharap"

(Q.S. Asy Syarh 5-8)

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji perbedaan struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah, profitabilitas, *growth opportunities*, ukuran perusahaan, tangibilitas dan *non-debt tax shield* terhadap struktur modal perusahaan syariah dan *non*-syariah. Sampel yang digunakan yaitu 85 perusahaan dengan periode penelitian 2014-2018. Metode analisis data menggunakan analisis regresi data panel.

Hasil penelitian menemukan bahwa terdapat perbedaan struktur modal antara perusahaan syariah dengan *non*-syariah. Diketahui profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal (MLEV dan BLEV) sementara *growth opportunities* berpengaruh negatif terhadap MLEV dan positif terhadap BLEV, masing-masing memiliki perbedaan pengaruh terhadap BLEV. Lalu, ukuran perusahaan dan NDTS berpengaruh positif terhadap MLEV, masing-masing tidak memiliki perbedaan pengaruh terhadap struktur modal. Terakhir, tangibilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah serta tidak memiliki perbedaan pengaruh terhadap struktur modal.

Kata Kunci: Struktur modal, Syariah, Profitabilitas, Ukuran perusahaan, Growth opportunity, Tangibilitas, Non-debt Tax Shield

ABSTRACT

This study aims to examine capital structure distinction among sharia and non-sharia companies, profitability, growth opportunities, company size, tangibility and non-debt tax shield on the capital structure among sharia and non-sharia companies. The study utilizes panel data regression analysis on the sample consisting 85 companies by 2014-2018 research period.

The results found there were different capital structure among sharia and non-sharia companies. At the same time, profitability has a negative relationship on capital structure (MLEV and BLEV) while growth opportunities have a negative relationship on MLEV and positive on BLEV, each has different effect on BLEV. Meanwhile, size and NDTS have a positive relationship on MLEV, each hasn't different effect on capital structure. Whereupon, tangibility does not affect the capital structure of sharia and non-sharia companies and it hasn't different effect on the capital structure.

Keywords: Capital structure, Sharia compliant, Profitability, Size, Growth opportunity, Tangibility, Non-debt Tax Shield

KATA PENGANTAR

Bismillahirahmanirahim

Assalamualaikum Wr. Wb.

Alhamdulillahirabilalamin, puji syukur kehadirat Allah SWT atas limpahan rahmat dan karunia-Nya penulis dapat menuntaskan skripsi sebagai salah satu syarat kelulusan guna menyelesaikan studi jenjang sarjana dari Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia (UII). Penulis mengucapkan terima kasih sebesar-besarnya kepada pihak-pihak yang turut membantu dan mendukung dalam penyelesaian skripsi ini baik secara langsung maupun tidak langsung.

Ucapan terima kasih secara khusus penulis sampaikan kepada:

1. Allah SWT atas segala nikmat dan hidayah-Nya yang tiada terkira
2. Nabi Muhammad SAW sebagai suri teladan yang sempurna dalam berkehidupan
3. Kedua orang tua, Bapak dan Ibu, yang selalu mendoakan dan menjadi motivasi untuk menyelesaikan studi ini
4. Bapak Abdur Rafik, SE., M.Sc. selaku dosen pembimbing yang banyak meluangkan waktunya dalam membimbing skripsi hingga terselesaikan dengan sangat baik
5. Bapak Dr. Zaenal Arifin, M.Si. selaku Dosen Pembimbing Akademik

6. Savira Maharani Manoppo, yang selalu tulus mendukung dan memberi semangat dalam situasi dan kondisi apapun
7. Bapak Prof. Fathul Wahid, ST., M.Sc., Ph.D. selaku Rektor UII
8. Bapak Prof. Dr. Jaka Sriyana, SE., M.Si. selaku Dekan FBE UII
9. Bapak Anjar Priyono, SE., M.Si., Ph.D. selaku Kaprodi Manajemen FBE UII
10. Bapak dan Ibu dosen
11. Staf dan Karyawan UII
12. Sahabat dan teman seperjuangan yang tidak dapat disebutkan satu-persatu, terima kasih atas dukungan, kenangan, canda dan tawa

Akhir kata, semoga skripsi ini tercatat sebagai amal ibadah yang baik dan bermanfaat bagi segenap kalangan sekaligus dapat menjadi bekal dan motivasi bagi penulis dalam menjalani kehidupan kedepan dengan senantiasa menebar manfaat.

Wassalamualaikum Wr. Wb.

Yogyakarta, 12 Juni 2020

Muhammad Ismail

DAFTAR ISI

Halaman Judul Skripsi i

Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme ii

Halaman Pengesahan Skripsi iii

Halaman Pengesahan Ujian iv

Halaman Persembahan v

Motto vi

Abstrak vii

Kata Pengantar ix

Daftar Isi xi

BAB I PENDAHULUAN 1

1.1. Latar Belakang 1

1.2. Rumusan Masalah 5

1.3. Pertanyaan Penelitian 5

1.4. Tujuan Penelitian 5

1.5. Manfaat Penelitian 6

1.5.1. Manfaat Teoritis 6

1.5.2. Manfaat Praktis 6

BAB II KAJIAN PUSTAKA 7

2.1. Landasan Teori 7

2.1.1. Teori Struktur Modal 7

2.1.2. Mekanisme Penentuan Perusahaan Syariah.....12

2.1.3. Struktur Modal pada Perusahaan Syariah dan *Non*-Syariah.....15

2.1.4. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal 17

2.2. Hasil Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis 22

BAB III METODE PENELITIAN.....30

3.1. Populasi dan Sampel.....30

3.2. Data dan sumber data.....32

3.3. Variabel penelitian dan Pengukurannya 33

3.4. Metode Analisis Data.....36

3.4.1. Uji Asumsi Klasik.....36

3.4.2. Analisis Regresi 38

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN.....39

4.1. Statistik Deskriptif 39

4.2. Hasil Pengujian Hipotesis.....43

4.2.1. Hasil Uji Asumsi Klasik 43

4.2.2. Hasil Pengujian Regresi.....47

4.2.2.1. Hasil Koefisien Determinasi.....49

4.2.2.2. Hasil Uji F.....51

4.2.2.3. Hasil Uji T 51

4.3. Pembahasan 54

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN 62

5.1. Kesimpulan 62

5.3. Saran 63

DAFTAR PUSTAKA.....64

LAMPIRAN 68

DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 Metode Sampling 31

Tabel 4.1 Statistik Deskriptif 39

Tabel 4.2 Uji Multikolinearitas 44

Tabel 4.3 Rangkuman Hasil Regresi 49

Tabel 4.4 Rangkuman Hasil Pengujian Hipotesis 53

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran I Statistik Deskriptif 68

Lampiran II Uji Normalitas MLEV 69

Lampiran III Uji Normalitas BLEV 69

Lampiran IV Pairwise Correlation 69

Lampiran V Variance Inflation Factor MLEV 70

Lampiran VI Variance Inflation Factor BLEV 70

Lampiran VII Uji Heteroskedastisitas MLEV 71

Lampiran VIII Uji Heteroskedastisitas BLEV 71

Lampiran IX Hasil Regresi MLEV 72

Lampiran X Hasil Regresi Variabel Interaksi MLEV 72

Lampiran XI Hasil Regresi BLEV 73

Lampiran XII Hasil Regresi Variabel Interaksi BLEV 74

Lampiran XIII Tabel Data Penelitian 75

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Studi ilmiah terkait struktur modal menjadi salah satu fokus penelitian tentang keuangan perusahaan sejak karya Modigliani dan Miller (1958, 1963). Studi teoritis dan empiris telah melakukan banyak upaya untuk menjawab teka-teki struktur modal namun meski begitu penelitian mengenai hal ini masih terbilang relevan sebab belum ada rumusan yang berlaku umum terkait faktor kunci penentu struktur modal. Hasil studi seringkali berbeda sebab berfokus untuk memberikan dukungan pada teori tertentu sehingga menyulitkan dalam memahami pengembangan keseluruhan tentang keputusan struktur modal (Frank & Goyal, 2009). Namun barangkali memang pendekatan struktur modal tiap perusahaan akan selalu berbeda sehingga didapati hasil studi yang berbeda-beda.

Penelitian mengenai struktur modal dapat dikatakan masih menyisakan tanda tanya sehingga hal tersebut mendorong banyak peniliti untuk terus meneliti seputar struktur modal. Meski begitu penelitian umumnya dilakukan pada perusahaan tidak berprinsip syariah atau *non sharia-compliant firms* (selanjutnya disebut perusahaan *non*-syariah) sedangkan penelitian struktur modal perusahaan berprinsip syariah atau *sharia-compliant firms* (selanjutnya disebut perusahaan syariah) masih terbilang minim. Padahal industri keuangan syariah termasuk di dalamnya pasar modal syariah terus bertumbuh baik secara global maupun di Indonesia. Hal tersebut

menunjukkan tren kenaikan ketertarikan pelaku pasar pada aturan syariah termasuk pada institusi (keuangan) berbasis syariah.

Merujuk data laporan *Global Islamic Finance Report* 2019 dari Cambridge *Institute of Islamic Finance* disebutkan bahwa *Islamic Banking and Finance* (IBF) bertumbuh dan semakin populer. Setelah empat tahun mengalami penurunan tingkat pertumbuhan kini tercatat pertumbuhan tahunan dalam aset sebesar 6,58% selama 2018 dari USD 2,431 triliun pada akhir 2017 menjadi USD 2,591 triliun pada akhir 2018. Dalam Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2018 dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK) disebutkan aset keuangan syariah Indonesia mampu tumbuh 13,97% (*yoy*) menjadi Rp1.287,65 triliun dari tahun sebelumnya sebesar Rp1.129,77 triliun. Pasar modal syariah mengalami pertumbuhan tertinggi diantara sektor lainnya dengan laju 17,67% (*yoy*). Perbankan syariah tumbuh 12,57% (*yoy*) sementara Institusi Keuangan Non-Bank (IKNB) syariah mengalami penuruan aset sebesar 2,13%. Pertumbuhan industri keuangan Islam (syariah) ini kemudian perlu diikuti dengan literatur ilmiah terkait guna memperluas khazanah pengetahuan dan memberi edukasi bagi seluruh pelaku pasar.

Keuangan Islam (syariah) adalah istilah untuk segala transaksi keuangan yang diizinkan atau *halal* menurut hukum islam atau syariah. Islam melarang mengambil risiko yang berlebihan atau *gharar*, judi atau *maysir*, pemindahan risiko daripada berbagi risiko, berinvestasi dalam bisnis yang tidak etis seperti perusahaan yang berkaitan dengan alkohol dan pornografi, berinvestasi pada

sesuatu yang tidak dilandasi aset ekonomi atau aktivitas nyata dan menerima atau membayar bunga (*riba*). Bersama-sama, aturan-aturan ini membentuk prinsip-prinsip utama keuangan islam (Hayat & Hassan, 2017).

Perusahaan syariah atau *sharia-compliant firm* (SC) tunduk pada berbagai batasan untuk mempertahankan status kepatuhannya. Pembatasan ini berlaku di berbagai tingkatan termasuk pembiayaan, investasi, operasi dan praktik manajemen risiko. Perusahaan *non*-syariah atau *non sharia-compliant firms* (SNC) bukan termasuk subjek atas batasan-batasan tersebut (Alnori & Alqahtani, 2019). Oleh karena aturan syariah maka perusahaan syariah mengalami batasan akses keuangan seperti untuk aktivitas pembiayaan dan investasi. Perusahaan syariah tidak mendapat kesempatan yang sama dibanding perusahaan pada umumnya sehingga menimbulkan kecurigaan apakah hal tersebut memiliki konsekuensi pada keuangan mereka. Kecurigaan ini segera diikuti pertanyaan apakah faktor penentu struktur modal perusahaan syariah akan berbeda dengan perusahaan *non*-syariah.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan syariah dan *non*-syariah. Hasil penelitiannya akan membandingkan tingkat perbedaan masing-masing faktor terhadap perusahaan syariah dan *non*-syariah sehingga diharapkan akan didapat hasil yang komprehensif. Penelitian ini juga akan berusaha memaparkan tingkat hutang pada perusahaan syariah dan *non*-syariah.

Penelitian mengenai struktur modal barangkali sudah cukup banyak. Namun penelitian struktur modal perusahaan syariah terbilang masih minim.

Selain itu hasil penelitiannya juga menuai perbedaan pendapat. Hal ini sebagaimana ditemukan pada penelitian Haron & Ibrahim (2012) yang menemukan hubungan positif antara tangibilitas dan tingkat hutang perusahaan. Hasil penelitiannya secara umum mendukung versi dinamis dari *Trade-Off Theory*. Sebaliknya penelitian oleh Thabet & Hanefah (2014) menemukan tidak ada hubungan antara tangibilitas dan tingkat hutang perusahaan. Hasil penelitiannya secara umum mendukung *Pecking Order Theory*. Keduanya sama-sama meneliti struktur modal pada perusahaan syariah di Malaysia namun mendapati hasil berbeda. Contoh lain yaitu pada penelitian Indriani & Widyarti (2013) yang menemukan variabel *size* atau ukuran perusahaan memiliki pengaruh signifikan positif terhadap struktur modal sedangkan sebaliknya penelitian oleh Husaeni (2018) menemukan bahwa variabel *size* atau ukuran perusahaan secara negatif tidak memiliki pengaruh signifikan pada struktur modal. Keduanya sama-sama meneliti struktur modal pada perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII).

Dengan demikian, penelitian ini menjadi penting adanya. Penelitian ini menggunakan beberapa variabel sebagaimana hasil-hasil studi empiris. Yildirim, Masih, & Bacha (2018) menggunakan variabel antara lain profitabilitas, *growth opportunities*, ukuran perusahaan, tangibilitas dan lain-lain dengan menyebutkan bahwa variabel-variabel tersebut secara empiris cocok untuk menjelaskan struktur modal perusahaan syariah dan *non*-syariah. Alnori & Alqahtani (2019) memasukkan variabel profitabilitas, *size*, MB, tangibilitas, NDTS dan lain-lain.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang di atas maka permasalahan yang menjadi dasar mengapa penelitian ini dilakukan adalah perlunya pengayaan dalam penelitian yang menyoroti perbedaan tingkat hutang antara perusahaan syariah dan *non*-syariah di Indonesia dan faktor-faktor yang mempengaruhinya.

1.3. Pertanyaan Penelitian

1. Apakah terdapat perbedaan struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah?
2. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah?
3. Apakah *growth opportunities* berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah?
4. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah?
5. Apakah tangibilitas berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah?
6. Apakah *non-debt tax shield* berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah?

1.4. Tujuan Penelitian

1. Menguji perbedaan struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah

2. Menguji pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan syariah dan *non*-syariah
3. Menguji pengaruh *growth opportunities* terhadap struktur modal perusahaan syariah dan *non*-syariah
4. Menguji pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal perusahaan syariah dan *non*-syariah
5. Menguji pengaruh tangibilitas terhadap struktur modal perusahaan syariah dan *non*-syariah
6. Menguji pengaruh *non-debt tax shield* terhadap struktur modal perusahaan syariah dan *non*-syariah

1.5. Manfaat Penelitian

1.5.1 Manfaat Teoritis

Bagi para akademisi diharapkan penelitian ini dapat bermanfaat sebagai salah satu bahan masukan dan/atau referensi untuk penelitian yang akan dilakukan selanjutnya mengenai perbedaan struktur modal perusahaan syariah dan *non*-syariah

1.5.2. Manfaat Praktis

Bagi emiten dan investor diharapkan penelitian ini dapat memberikan gambaran tentang perbedaan struktur modal perusahaan syariah dan *non*-syariah dalam upaya menganalisa kebijakan keuangan perusahaan dan/atau bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Teori Struktur Modal

1. *The* Modigliani-Miller

Teori struktur modal modern dimulai pada tahun 1958, ketika profesor Franco Modigliani dan Merton Miller (selanjutnya disebut MM, Modigliani-Miller) menerbitkan apa yang disebut sebagai artikel keuangan paling berpengaruh yang pernah ditulis. MM membuktikan, dengan menggunakan sekumpulan asumsi yang patut dipertanyakan, bahwa nilai suatu perusahaan seharusnya tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya. Atau dengan kata lain, hasil yang diperoleh MM menunjukkan bahwa bagaimana cara perusahaan mendanai operasinya tidak memiliki pengaruh, sehingga struktur modal adalah sesuatu yang tidak relevan (Brigham & Houston, 2014). Pernyataan tersebut didukung dengan dengan adanya proses arbitrase. Melalui proses arbitrase akan membuat harga saham atau nilai perusahaan baik yang tidak menggunakan hutang atau yang menggunakan hutang, akhirnya sama. Proses arbitrase ini muncul karena investor bersifat rasional, artinya investor lebih menyukai investasi yang sama tetapi menghasilkan keuntungan yang lebih besar atau dengan investasi yang lebih kecil menghasilkan keuntungan yang sama (Sutrisno, 2017).

Akan tetapi, asumsi-asumsi yang menjadi dasar studi MM bukanlah asumsi yang realistis, sehingga hasil yang mereka peroleh menjadi dipertanyakan. Berikut adalah daftar sebagian asumsi yang mereka ambil:

1. Tidak ada biaya peluang
2. Tidak ada biaya pialang
3. Tidak ada pajak
4. Tidak ada biaya kebangkrutan
5. Investor dapat meminjam dengan tingkat yang sama seperti perusahaan
6. Seluruh investor memiliki informassi yang sama seperti manajemen tentang peluang investasi perusahaan di masa depan
7. EBIT tidak dipengaruhi oleh penggunaan utang

Walaupun adanya fakta bahwa sebagian asumsi di atas kenyataannya tidak realistis, tetapi hasil tidak relevan yang diperoleh MM memiliki arti yang sangat penting. Dengan menunjukkan persyaratan yang membuat struktur modal menjadi tidak relevan, maka MM memberikan kita petunjuk tentang apa yang dibutuhkan jika struktur modal menjadi relevan dan memengaruhi nilai suatu perusahaan. Hasil karya MM menandai awal penelitian struktur modal modern, dan penelitian berikutnya dipusatkan pada pelonggaran asumsi-asumsi MM agar dapat mengembangkan suatu teori struktur modal yang lebih realistis (Brigham & Houston, 2014).

2. *Pecking Order Theory*

Myers & Majluf (1984) merumuskan teori struktur modal yang disebut *Pecking Order Theory*. Teori ini mendasarkan diri atas informasi asimetrik, suatu istilah yang menunjukkan bahwa manajemen mempunyai lebih banyak informasi daripada pemodal publik. Manajemen dapat mempunyai informasi yang lebih banyak dari pemodal karena manajemen adalah pihak yang mengambil keputusan-keputusan perusahaan seperti keputusan yang berkaitan dengan keuangan dan sebagainya (Husnan & Pudjiastuti, 2015).

Teori asimetri tersebut bisa digunakan untuk menjelaskan teori *pecking order*. Dalam konteks asimetri informasi, preferensi penerbitan saham yang paling kecil, disebabkan karena biaya asimetri saham adalah yang paling besar. Utang mempunyai biaya asimetri yang lebih rendah dibandingkan saham. Dana internal praktis terbebas dari biaya asimetri, karena itu dana internal mempunyai biaya asimetri paling kecil (Hanafi, 2014).

Manajer akan cenderung memilih sumber-sumber internal sebagai sumber utama pembiayaan sebelum menggunakan sumber-sumber pembiayaan eksternal. Sebagaimana rumusan Myers & Majluf (1984) yang berpendapat bahwa pembiayaan internal seperti laba setelah pajak atau laba ditahan lebih disukai untuk digunakan daripada pembiayaan eksternal seperti utang dan ekuitas. Jika cadangan internal

berkurang, maka perusahaan akan memilih untuk pembiayaan utang daripada ekuitas (Sahudin, Ismail, Sulaiman, Rahman, & Jaafar, 2019).

Secara ringkas teori *pecking order* pendanaan perusahaan menyatakan sebagai berikut (Brealey, Myers, & Allen, 2006 dalam Husnan & Pudjiastuti, 2015);

- Perusahaan menyukai pendanaan internal
- Perusahaan menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan dengan kesempatan investasi yang dimiliki, mencoba menghindari perubahan kebijakan dividen yang mendadak
- Kebijakan pembayaran dividen cenderung konstan, sedangkan profitabilitas dan kesempatan investasi berfluktuasi, kadang-kadang membuat arus kas yang dihasilkan dari operasi perusahaan lebih besar dari kebutuhan investasi, tapi bisa juga lebih kecil. Apabila arus kas lebih besar dari kebutuhan investasi maka hutang dikurangi atau diinvestasikan pada investasi jangka pendek pada surat-surat berharga. Apabila kurang, perusahaan akan memakai kelebihan kasnya atau menjual investasi jangka pendeknya
- Apabila perusahaan memerlukan pendanaan eksternal, perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu. Dimulai dari penerbitan hutang, kemudian diikuti pendanaan

hybrid (seperti obligasi yang dapat dikonversikan menjadi saham), baru penerbitan ekuitas baru sebagai alternatif terakhir

Pecking Order Theory bisa menjelaskan kenapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang lebih kecil. Tingkat keuntungan yang tinggi menjadikan dana internal mereka cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi (Hanafi, 2014).

3. *Trade-Off Theory*

Teori *trade-off* adalah teori struktur modal yang menyatakan bahwa perusahaan menukar manfaat pajak dari pendanaan utang dengan masalah yang ditimbulkan oleh potensi kebangkrutan (Brigham & Houston, 2014). Dalam kenyataan, ada hal-hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan utang sebanyak-banyaknya. Satu hal yang terpenting adalah dengan semakin tingginya utang, akan semakin tinggi kemungkinan (probabilitas) kebangkrutan. Teori *Trade-off* mempunyai implikasi bahwa manajer akan berfikir dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya kebangkrutan dalam penentuan struktur modal (Hanafi, 2014).

Trade-Off Theory mengatasi kesenjangan dalam teori yang diajukan oleh MM dengan menggabungkan dampak biaya (kebangkrutan) dan manfaat (pelindung pajak) hutang dalam keputusan struktur modal perusahaan. *Trade-Off Theory* menyatakan bahwa rasio hutang yang optimal dapat direalisasikan dengan

menyeimbangkan manfaat penghematan pajak dari pembiayaan hutang terhadap biaya kesulitan keuangan yang timbul dari risiko kebangkrutan dan biaya agensi (Kraus & Litzenberger, 1973; Jensen & Meckling, 1976).

2.1.2. Mekanisme Penentuan Perusahaan Syariah

Keuangan islam adalah istilah umum untuk transaksi keuangan yang dianggap diizinkan (*halal*) oleh aturan islam atau syariat (Hayat & Hassan, 2017). Sesuai aturan syariah yang berlaku investor muslim dilarang berinvestasi pada perusahaan yang bergerak dalam bidang yang dilarang (*haram*). Hukum syariah melarang unsur-unsur seperti *riba* (bunga), *gharar* (ketidakpastian/ risiko yang berlebih), layanan keuangan (konvensional) dan *maisyir* (spekulasi) dan lain-lain (Yildirim, Masih, & Bacha, 2018). Hal senada disebut oleh Ashraf & Khawaja (2016) dan Hayat & Hassan (2017) masing-masing menambahkan bahwa produksi dan distribusi alkohol, babi dan produk babi serta aktivitas bisnis yang tidak etis termasuk larangan.

Perusahaan syariah tunduk pada beberapa batasan untuk mempertahankan status kepatuhan mereka. Pembatasan ini hanya berasal dari tiga sumber, yaitu, Al-Quran, Sunnah dan Ijtihad. Pembatasan berlaku di berbagai tingkatan, termasuk pembiayaan, investasi, transaksi dan alat manajemen risiko (Alnori & Alqahtani, 2019).

Perusahaan harus melewati beberapa penyaringan sebelum disebut (perusahaan) syariah. Pertama, seleksi untuk menentukan apakah aktivitas

bisnis utama suatu perusahaan adalah halal (Ashraf & Khawaja, 2016). Menurut yurisprudensi Islam, kegiatan bisnis inti perusahaan harus halal (Alnori & Alqahtani, 2019).

Kedua adalah terkait dengan pembiayaan perusahaan. Pendanaan perusahaan harus bebas dari riba. Transaksi dalam instrumen hutang berbunga, seperti obligasi atau pinjaman, tidak diizinkan. Namun, berdasarkan ijtihad, banyak cendekiawan dan dewan syariah setuju bahwa jumlah total klaim tidak boleh melebihi 30% dari total nilai kapitalisasi pasar perusahaan selama 12 bulan sebelumnya. Hal yang sama dapat dikatakan tentang uang tunai dan investasi berbunga; jumlah total aset tersebut tidak boleh melebihi 30% dari total nilai kapitalisasi pasar perusahaan selama 12 bulan sebelumnya. Terakhir, menerima pendapatan bunga dari investasi apa pun atau dari kegiatan bisnis yang tidak patuh adalah *haram* atau dilarang. Sekali lagi, pengecualian adalah bahwa setiap pendapatan bunga tidak boleh melebihi 5% dari total pendapatan perusahaan (Alnori & Alqahtani, 2019). Cendekiawan menoleransi pendapatan dari sumber *haram* tidak melebihi batas 5% (Ashraf & Khawaja, 2016).

Di Indonesia, melansir laman Bursa Efek Indonesia (BEI), definisi saham dalam konteks saham syariah merujuk kepada definisi saham pada umumnya yang diatur dalam undang-undang maupun peraturan OJK lainnya. Ada dua jenis saham syariah yang diakui di pasar modal Indonesia. Pertama, saham yang dinyatakan memenuhi kriteria seleksi

saham syariah berdasarkan peraturan OJK Nomor 35/POJK.04/2017 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah, kedua adalah saham yang dicatatkan sebagai saham syariah oleh emiten atau perusahan publik syariah berdasarkan peraturan OJK no. 17/POJK.04/2015.

Semua saham syariah yang terdapat di pasar modal indonesia, baik yang tercatat di BEI maupun tidak, dimasukkan ke dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang diterbitkan oleh OJK secara berkala, setiap bulan Mei dan November. Saat ini, kriteria seleksi saham syariah oleh OJK adalah sebagai berikut:

1. Emiten tidak melakukan kegiatan usaha sebagai berikut:
    a) Perjudian dan permainan yang tergolong judi
    b) Perdagangan yang dilarang menurut syariah, antara lain:
        - perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa
        - perdagangan dengan penawaran/permintaan palsu
    c) Jasa keuangan ribawi, antara lain:
        - bank berbasis bunga
        - perusahaan pembiayaan berbasis bunga
    d) Jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*) dan/atau (maisir), antara lain asuransi konvensional
    e) Memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan/atau menyediakan antara lain:
        - barang atau jasa haram zatnya (*haram li-dzatihi*)

- barang atau jasa haram bukan karena zatnya (*haram lighairihi*) yang ditetapkan oleh DSN MUI
- barang atau jasa yang merusak moral dan/atau bersifat mudarat

f) Melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (*risywah*) dan

2. Emiten memenuhi rasio-rasio keuangan sebagai berikut:
   a) Total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total asset tidak lebih dari 45% (empat puluh lima per seratus) atau
   b) Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10% (sepuluh per seratus)

2.1.3. Struktur Modal pada Perusahaan Syariah dan *Non*-Syariah

Perusahaan syariah, sebagaimana yang telah diuraikan sebelumnya, mendapati keterbatasan kesempatan dalam hal pendanaan dibanding perusahaan pada umumnya. Keterbatasan akses finansial tentu bukan tanpa konsekuensi. Keterbatasan akses pendanaan berimbas pada kurangnya ketersediaan dana perusahaan yang kemudian meningkatkan biaya pendanaan (Alnori & Alqahtani, 2019). Frank & Goyal (2009) mengemukakan bahwa perusahaan yang tidak dapat mendapatkan dana dari pasar keuangan memiliki probabilitas bangkrut yang lebih tinggi. Kraus & Litzenberger (1973) mengemukakan bahwa perusahaan dengan probabilitas kebangkrutan yang relatif tinggi sebaiknya didanai dengan tingkat hutang yang kecil.

Dalam penentuan struktur modal, perusahaan syariah menghadapi batasan-batasan dalam pengelolaan keuangan mereka, hal yang tidak dialami oleh perusahaan *non*-syariah, sehingga pada dasarnya struktur modal perusahaan syariah akan berbeda dengan perusahaan *non*-syariah. Penelitian oleh Alnori & Alqahtani (2019) menemukan bahwa perusahaan syariah memiliki tingkat hutang yang lebih rendah dibandingkan perusahaan *non*-syariah. Akinsomi, Ong, Ibrahim, & Newell (2015) menemukan bahwa perusahaan *real estate* syariah secara signifikan memiliki tingkat hutang yang lebih rendah dibanding dengan perusahaan r*eal estate non*-syariah. Tingkat hutang yang lebih rendah dapat dipahami secara rasional mengingat perusahaan syariah tidak dapat menggunakan tingkat hutang melebihi aset tangibilitas perusahaan.

Ahmed (2007) dalam penelitiannya mendapati bahwa perusahaan syariah dalam hal struktur modal lebih sesuai dengan *Pecking Order Theory*, mengingat perusahaan tidak dapat bebas dalam berhutang. Hal ini sesuai dengan penelitian Sahudin, Ismail, Sulaiman, Rahman, & Jaafar (2019) yang mendapati perusahaan berprinsip syariah di Malaysia dalam menentukan struktur modalnya secara dominan didorong oleh *Pecking Order Theory*. Di mana perusahaan dalam mendanai proyek menggunakan pendekatan hirarki dan cenderung menggunakan pendanaan internal. Hal tersebut mengindikasikan secara umum perusahaan syariah akan mengutamakan penggunaan dana internal sebelum memutuskan untuk menggunakan sumber pendanaan lainnya dengan tetap

mempertimbangkan biaya serendah mungkin dan oleh sebab itu tingkat hutangnya akan relatif lebih rendah daripada perusahaan *non*-syariah.

2.1.4. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

1. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba dari modal yang digunakan (Harjito & Martono, 2014). Profitabilitas didefinisikan sebagai perbandingan laba sebelum bunga dan pajak atas total aset (Haron & Ibrahim, 2012). Hal ini berarti profitabilitas adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan atau laba.

Teori struktur modal memiliki perbedaan pendapat mengenai hubungan antara tingkat hutang dan profitabilitas. *Trade-Off Theory* berpendapat bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi dapat menggunakan lebih banyak hutang karena manfaat pajak. Terdapat beda pendapat dalam *Trade-Off Theory* mengenai sifat hubungan tingkat hutang dengan profitabilitas yaitu positif dan negatif. Sedangkan menurut *Pecking Order Theory* laba ditahan merupakan opsi pendanaan yang diutamakan di mana hal ini kontras dengan pendapat *Trade-Off Theory* (Yildirim, Masih, & Bacha, 2018).

Penelitian oleh Ibrahim & Prasetyo (2019) meneliti struktur modal perusahaan syariah di sektor properti dan mendapati hasil bahwa profitabilitas berkorelasi negatif signifikan terhadap struktur modal. Sementara Serghiescu & Vaidean (2014) tanpa meneliti

perusahaan syariah menemukan profitabilitas berkorelasi negatif dengan struktur modal. Hal ini mengindikasikan baik perusahaan syariah dan *non*-syariah akan mendapati hasil profitabilitas berkorelasi negatif signifikan terhadap struktur modal. Dalam hal ini pendekatan *Pecking Order Theory* lebih relevan untuk menjelaskan kondisi ini. Myers (1984) mengemukakan perusahaan dengan kemampuan mencetak laba akan cenderung menyukai laba ditahan sebagai sumber pendanaan.

2. *Growth opportunities*

Growth opportunities diproksikan dengan *market-to-book ratios* (MB) didefinisikan sebagai perbandingan nilai pasar ekuitas atas total aset (Alnori & Alqahtani, 2019). Penelitian oleh Goyal, Lehn, & Racic (2002) mendapati bahwa ketika *growth opportunities* pada perusahaan pertahanan menurun maka perusahaan meningkatkan pembiayaan dari hutang. Yildirim, Masih, & Bacha (2018) mendapati hasil bahwa *growth opportunities* berkorelasi negatif terhadap struktur modal dengan pengukuran MLEV baik pada perusahaan syariah dan perusahaan *non*-syariah. Hasil tersebut mengonfirmasi Myers (1984) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan potensi investasi yang lebih tinggi akan memiliki tingkat hutang yang lebih rendah karena mereka menghadapi biaya agensi yang lebih tinggi.

Dalam hal ini *Trade-Off Theory* menyatakan hubungan negatif antara *growth opportunities* dan rasio hutang perusahaan. Hal tersebut

juga selaras dengan hasil penelitian Fama & French (2002) dan Barclay, Smith Jr, & Morellec (2006). Hal ini mengindikasikan baik perusahaan syariah maupun *non*-syariah akan mendapati hasil *growth opportunities* berkorelasi negatif terhadap struktur modal perusahaan.

3. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan pada total aktiva, jumlah penjualan dan rata-rata penjualan (Riyanto, 2011). Ukuran perusahaan dinyatakan sebagai logaritma natural dari total aset perusahaan (Alnori & Alqahtani, 2019).

Trade-Off Theory berpendapat bahwa semakin besar perusahaan, semakin sedikit ia akan menghadapi risiko kebangkrutan. Dengan kata lain, perusahaan-perusahaan ini terlalu besar untuk gagal. Sementara, *Pecking Order Theory* berpendapat bahwa perusahaan besar terekspos lebih banyak pemantauan melalui pasar modal dan informasi asimetris lebih kecil karena terekspos secara luas (Yildirim, Masih, & Bacha, 2018). Singkatnya, semakin besar perusahaan maka seharusnya semakin kecil tingkat hutang karena mereka memiliki lebih sedikit masalah asimetri informasi.

Penelitian Ibrahim & Prasetyo (2019) menemukan ukuran perusahaan berkorelasi positif signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Yildirim, Masih, & Bacha (2018) mendapati

korelasi positif signifikan antara ukuran perusahaan dengan struktur modal dalam pengukuran MLEV baik pada perusahaan syariah maupun *non*-syariah. Frank & Goyal (2009) menyatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan akan cenderung semakin besar tingkat hutangnya. Hal tersebut dapat dipahami mengingat semakin besar perusahaan akan semakin rendah volatilitas aliran kas perusahaan (Titman & Wessels, 1988). Perusahaan dengan demikian dapat meyakinkan debitur untuk mendapatkan lebih banyak hutang. Dengan demikian berdasarkan penjelasan sebelumnya mengindikasikan bahwa baik perusahaan syariah maupun *non*-syariah akan mendapati hasil bahwa ukuran perusahaan berkorelasi positif terhadap struktur modal.

4. Tangibilitas

Tangibilitas merupakan rasio kasar dari *property, plant and equipment* (PPE). Perusahaan yang memiliki lebih banyak aset berwujud dapat menggunakan jenis jaminan ini dan oleh karena itu cenderung memiliki biaya kebangkrutan yang lebih rendah (Alnori & Alqahtani, 2019).

Trade off-theory menyatakan bahwa tingkat hutang perusahaan meningkat bersama dengan tangibilitas. Alasannya adalah bahwa aset tetap, yang lebih mudah dinilai dibandingkan dengan aset tidak berwujud, memberikan keamanan lebih bagi investor potensial sebagai jaminan. Hal ini dapat dinyatakan sebagai hubungan positif antara

rasio tangibilitas aset dan rasio hutang. *Pecking Order Theory* berpendapat bahwa aset berwujud akan menghasilkan lebih sedikit asimetri informasi antara investor potensial dan pemegang saham, dan karenanya biaya penerbitan ekuitas akan turun, sehingga tingkat hutang menjadi lebih rendah (Yildirim, Masih, & Bacha, 2018).

Soukotta & Chabachib (2012) menemukan bahwa secara simultan variabel *firm size*, *sales growth*, ROA, likuiditas dan struktur aset berpengaruh terhadap struktur modal. Struktur aset berkorelasi negatif signifikan terhadap struktur modal. Sahudin, Ismail, Sulaiman, Rahman, & Jaafar (2019) menemukan bahwa tangibilitas berkorelasi negatif signifikan terhadap struktur modal. Dalam hal ini pendekatan *Pecking Order Theory* dapat menjelaskan kondisi tersebut. *Pecking Order Theory* menyatakan asimetri informasi yang rendah terkait dengan tangibilitas membuat penerbitan ekuitas menjadi lebih murah oleh sebab itu semakin tinggi tangibilitas semakin rendah tingkat hutangnya (Frank & Goyal, 2009). Dengan demikian, paparan di atas mengindikasikan korelasi negatif signifikan antara tangibilitas dengan struktur modal baik pada perusahaan syariah dan *non*-syariah.

5. *Non-debt tax shield* (NDTS)

Manfaat hutang adalah bunga hutang bisa dipakai sebagai pengurang pajak. Tetapi untuk mengurangi pajak, perusahaan bisa menggunakan cara lain, seperti depresiasi (biaya tetap *non*-bunga), dana pensiun. Dengan demikian bisa dibuat prediksi bahwa perusahaan

dengan NDTS yang tinggi, maka perusahaan tidak perlu menggunakan tingkat hutang tinggi. Ada hubungan negatif antara keduanya. NDTS menggunakan rasio depresiasi terhadap total aset sebagai proksinya (Hanafi, 2014). NDTS didefinisikan sebagai perbandingan biaya depresiasi tahunan terhadap total aset sebagaimana digunakan oleh (Alnori & Alqahtani, 2019).

Penelitian oleh Haron & Ibrahim (2012) menemukan hubungan negatif antara NDTS dan target hutang pada perusahaan syariah. M'ng, Rahman, & Sannacy (2017) menemukan NDTS signifikan negatif terhadap struktur modal. Hasil penelitian keduanya menemukan korelasi negatif antara NDTS dan struktur modal.

DeAngelo & Masulis (1980) menyatakan bahwa biaya depresiasi yang tinggi mengurangi tingkat hutang perusahaan sebab depresiasi dapat menggantikan hutang. Dengan perusahaan meningkatkan NDTS maka perusahaan menjadi kurang tertarik pada hutang karena hal tersebut dapat mengurangi pendapatan kena pajak, hal ini dapat diartikan sebagai sebuah indikasi hubungan negatif NDTS dengan tingkat hutang.

Dengan demikian telaah mengenai hal ini mengindikasikan korelasi negatif antara NDTS dan struktur modal baik pada perusahaan syariah dan *non*-syariah.

2.2. Hasil Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

1. Perbedaan Struktur Modal Syariah dan *Non*-Syariah

Penelitian oleh Alnori & Alqahtani (2019) menemukan bahwa perusahaan syariah memiliki tingkat hutang yang lebih rendah dibandingkan perusahaan *non*-syariah. Akinsomi, Ong, Ibrahim, & Newell (2015) menemukan bahwa perusahaan *real estate* syariah secara signifikan memiliki tingkat hutang yang lebih rendah dibanding dengan perusahaan *real estate non*-syariah. Kedua hasil penelitian tersebut mengonfirmasi bahwa struktur modal perusahaan syariah dan *non*-syariah berbeda.

H1: Terdapat perbedaan struktur modal antara perusahaan syariah dan *non*-syariah

2. Pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal

Penelitian oleh Yildirim, Masih, & Bacha (2018) menemukan bahwa masing-masing variabel profitabilitas, *growth*, ukuran perusahaan, tangibilitas, risiko bisnis dan GDP growth berpengaruh terhadap struktur modal. Profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. *Growth* berkorelasi positif signifikan pada BLEV di SNC dan negatif tidak signifikan di SC sementara berkorelasi negatif signifikan pada MLEV di SC dan SNC. Ukuran perusahaan berkorelasi positif signifikan pada MLEV baik di perusahaan SC maupun SNC sementara ukuran perusahaan berkorelasi positif pada BLEV di perusahaan SNC dan tidak signifikan pada SC. Tangibilitas berkorelasi positif pada MLEV dan insignifikan pada BLEV. Risiko bisnis berkorelasi positif signifikan pada BLEV di perusahaan SC sementara berkorelasi negatif pada MLEV di

perusahaan SNC. Pertumbuhan GDP berkorelasi negatif signifikan pada SNC baik BLEV maupun MLEV sementara tidak signifikan pada SC baik BLEV maupun MLEV. Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor-faktor yang digunakan dapat diandalkan untuk menjelaskan struktur modal perusahaan SC dan SNC.

Penelitian oleh Youssef & El-ghonamie (2015) menemukan bahwa profitabilitas dan ukuran perusahaan memiliki hubungan negatif signifikan terhadap tingkat hutang sementara tangibilitas positif signifikan terhadap tingkat hutang. *Growth* memiliki hubungan positif tidak signifikan terhadap tingkat hutang. NDTS dan likuiditas pada model pertama, di mana ROA sebagai profitabilitas, memiliki hubungan positif tidak signifikan sedangkan NDTS dan likuiditas pada model kedua, di mana ROE sebagai profitabilitas, memiliki hubungan negatif tidak signifikan. Hal tersebut menyimpulkan bahwa profitabilitas, ukuran perusahaan dan tangibilitas memainkan peran utama sebagai faktor penentu struktur modal.

Penelitian oleh Yildirim, Masih, & Bacha (2018) menemukan bahwa variabel profitabilitas berkorelasi signifikan negatif terhadap struktur modal. Youssef & El-ghonamie (2015) menemukan bahwa profitabilitas memiliki hubungan negatif signifikan terhadap tingkat hutang.

H2a: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah

H2b: Terdapat perbedaan pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah

3. Pengaruh *Growth opportunities* terhadap struktur modal

Penelitian oleh Guner (2016) menemukan korelasi negatif antara *degree of leverage* dengan variabel ukuran perusahaan, *growth opportunities*, profitabilitas dan likuiditas. Variabel NDTS berkorelasi positif pada *degree of leverage*. Variabel ukuran perusahaan, *growth opportunities*, profitabilitas dan likuiditas secara statistik signifikan sementara NDTS tidak signifikan.

Penelitian oleh Khemiri & Noubbigh (2018) menemukan variabel *growth opportunities*, tangibilitas, NDTS, likuiditas dan volatilitas pendapatan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. *Growth opportunities*, likuiditas dan volatilitas pendapatan signifikan negatif terhadap struktur modal. Tangibilitas dan NDTS signifikan positif terhadap struktur modal.

Penelitian oleh Khemiri & Noubbigh (2018) menemukan *Growth opportunities* signifikan negatif terhadap struktur modal. Guner (2016) menemukan variabel *growth opportunities* berkorelasi negatif signifikan terhadap *degree of leverage.*

H3a: *Growth opportunities* berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah

H3b: Terdapat perbedaan pengaruh *growth opportunities* terhadap struktur modal perusahaan syariah dan *non*-syariah

4. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Penelitian oleh Kartini & Arianto (2008) menemukan bahwa secara simultan struktur kepemilikan, profitabilitas, pertumbuhan aktiva dan ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta. Secara parsial, variabel struktur kepemilikan berpengaruh secara positif terhadap struktur modal. Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Pertumbuhan aktiva berpengaruh secara positif terhadap struktur modal. Ukuran perusahaan berpengaruh secara positif terhadap struktur modal.

Penelitian yang dilakukan oleh Sheikh & Wang (2011) menemukan bahwa profitabilitas, likuiditas, volatilitas pendapatan dan tangibilitas berkorelasi negatif terhadap rasio hutang sementara ukuran perusahaan berkorelasi positif terhadap rasio hutang. NDTS dan *growth* tidak signifikan terhadap rasio hutang.

Kartini & Arianto (2008) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh secara positif terhadap struktur modal. Sheikh & Wang (2011) menemukan bahwa ukuran perusahaan berkorelasi positif terhadap rasio hutang.

H4a: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah

H4b: Terdapat perbedaan pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal perusahaan syariah dan *non*-syariah

5. Pengaruh Tangibilitas terhadap Struktur Modal

Penelitian oleh Soukotta & Chabachib (2012) menemukan bahwa secara simultan variabel *firm size*, *sales growth*, ROA, likuiditas dan struktur aset berpengaruh terhadap struktur modal. Secara parsial *firm size* berpengaruh negatif signifikan, *sales growth* berpengaruh positif dan tidak signifikan lalu ROA, likuiditas dan struktur aset berpengaruh negatif serta signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan MNC. Sedangkan untuk perusahaan DC *firm size* dan *sales growth* berpengaruh positif serta signifikan lalu ROA, likuiditas dan struktur aset berpengaruh negatif serta signifikan terhadap struktur modal.

Penelitian oleh Sahudin, Ismail, Sulaiman, Rahman, & Jaafar (2019) menemukan bahwa hanya terdapat delapan variabel independen yang signifikan menjelaskan struktur modal yaitu efisiensi, *bankruptcy risk*, profitabilitas, tangibilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, konsentrasi industri (HHI) dan GDP. Profitabilitas, tangibilitas, likuiditas dan ukuran perusahaan berkorelasi negatif signifikan terhadap struktur modal sedangkan efisiensi, HHI dan GDP berkorelasi positif signifikan terhadap struktur modal sementara *bankruptcy risk* berkorelasi negatif signifikan terhadap struktur modal. NDTS, *growth* dan *lending* berkorelasi positif tidak signifikan terhadap struktur modal sedangkan *stock market development* berkorelasi negatif tidak signifikan terhadap struktur modal.

Soukotta & Chabachib (2012) menemukan bahwa struktur aset berkorelasi negative signifikan terhadap struktur modal. Sahudin, Ismail,

Sulaiman, Rahman, & Jaafar (2019) menemukan bahwa tangibilitas berkorelasi negatif signifikan terhadap struktur modal.

H5a: Tangibilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah

H5b: Terdapat perbedaan pengaruh tangibilitas terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah

6. Pengaruh NDTS terhadap Struktur Modal

Penelitian oleh Haron & Ibrahim (2012) menemukan hubungan negatif antara NDTS dan *target leverage* pada SC. Tangibilitas berkorelasi positif pada *leverage* di SC. Profitabilitas berkorelasi negatif pada *leverage* di SC. Ukuran perusahaan berkorelasi negatif pada *leverage* di SC. Penelitian juga mengemukakan bahwa *target leverage* pada perusahaan SC di Malaysia dengan *firms* dan *country specific factors* berpengaruh secara signifikan terhadap target struktur modal. Perusahaan menyesuaikan dari waktu ke waktu mengejar target struktur modal berdasar *time varying factors*. Besarnya kecepatan penyesuaian menunjukkan penyesuaian cepat terhadap *target leverage* yang mana mendukung eksistensi *dynamic Trade-Off Theory*.

Penelitian oleh M'ng, Rahman, & Sannacy (2017) menemukan profitabilitas signifikan negatif bagi struktur modal di Malaysia dan Singapura namun tidak signifikan di Thailand. Ukuran perusahaan signifikan positif terhadap struktur modal. Tangibilitas signifikan positif

terhadap struktur modal di Malaysia dan Singapura namun tidak signifikan di Thailand. NDTS signifikan negatif terhadap struktur modal.

Haron & Ibrahim (2012) menemukan hubungan negatif antara NDTS dan *target leverage* pada perusahaan SC. M'ng, Rahman, & Sannacy (2017) menemukan NDTS signifikan negatif terhadap struktur modal.

H6a: NDTS berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah

H6b: Terdapat perbedaan pengaruh NDTS terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini yaitu perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2014-2018 dengan mengecualikan sektor keuangan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 85 perusahaan dari total populasi sebesar 566 perusahaan dengan mengecualikan sektor keuangan. Jumlah sampel didapatkan setelah melalui perhitungan metode *sampling* dan memperhatikan kriteria tertentu yang relevan.

Metode pengambilan sampel atau teknik *sampling* yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *quota sampling* atau sampel kuota. Sampel kuota adalah teknik untuk menentukan sampel dari populasi yang mempunyai ciri-ciri tertentu sampai jumlah kuota yang diinginkan. Adapun ciri-ciri atau kriteria yang digunakan dalam penelitian ini yaitu:

1. Perusahaan terdaftar di BEI dan tetap eksis selama periode penelitian yaitu dari tahun 2014-2018
2. Perusahaan memiliki kapitalisasi pasar terbesar relatif pada masing-masing sektor
3. Tidak termasuk sektor keuangan

Sebagai catatan, sektor keuangan memiliki ketentuan tersendiri untuk pengelolaan keuangannya seperti minimum cadangan modal dan lain sebagainya sehingga hasil penelitian tidak akan menunjukkan hasil yang baik atau alami jika mengikutsertakan sektor ini.

Tabel 3.1. Metode *Sampling*

No	Sektor Usaha	Populasi	Persentase Sample*	Proporsi Sample**
1	Agrikultur	20	4%	3
2	Industri dasar dan kimia	74	13%	11
3	Barang konsumsi	54	10%	8
4	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	75	13%	11
5	Pertambangan	48	8%	7
6	Aneka industri	49	9%	8
7	Properti, real estate dan konstruksi bangunan	81	14%	12
8	Perdagangan, jasa dan investasi	165	29%	25
TOTAL		566	100%	85***

* Persentase sample didapat dari pembagian populasi per sektor usaha dengan total populasi

**Proporsi sample didapat dari pembagian populasi per sektor usaha dengan total populasi dikali jumlah sample

***Jumlah sample berjumlah 85 (taraf nyata (d) 10%)

Total perusahaan berjumlah 655 (sumber: www.idx.co.id diakses 6 November 2019). Total perusahaan dengan mengecualikan sektor keuangan sebesar 566.

Adapun perhitungan jumlah sampel dalam penelitian ini menggunakan persamaan sebagai berikut:

$n= N/N.(d^2)+1$

Diketahui:

n= jumlah sampel

N= populasi

d= taraf nyata atau batas kesalahan

Sehingga dilakukan perhitungan sebagai berikut:

n= 566/566.(0,01)+1

n= 84,98

n= 85

Dari hasil perhitungan didapatkan jumlah sampel sebesar 85 perusahaan dari total 566 perusahaan dengan mengecualikan sektor keuangan. Untuk diketahui bahwa perhitungan jumlah sampel menggunakan taraf nyata atau batas kesalahan 10% (0,01).

3.2. Data dan sumber data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berupa laporan keuangan perusahaan terkait. Data diperoleh dari situs resmi perusahaan Bursa Efek Indonesia dan/atau dari sumber terpercaya lainnya.

3.3. Variabel penelitian dan Pengukurannya

Penelitian ini melibatkan variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal yang diproksikan melalui *Market leverage* (MLEV) dan *Book leverage* (BLEV). Variabel independen dalam penelitian ini yaitu profitabilitas, *growth opportunities*, ukuran perusahaan, tangibilitas dan NDTS. Variabel ini merujuk sebagaimana yang lazim digunakan pada penelitian mengenai struktur modal. Kemudian variabel independen yaitu syariah sebagai variabel *dummy*.

Variabel penjelas kualitatif dapat dimasukkan ke dalam analisis regresi dengan menetapkan nilai 1 untuk satu klasifikasi dan 0 untuk yang lainnya. Ini disebut variabel *dummy* dan diperlakukan sebagaimana variabel lain (Salvatore & Reagle, 2002). Dalam penelitian ini, variabel *dummy* digunakan untuk membandingkan tingkat hutang antara perusahaan syariah dengan perusahaan *non*-syariah. Variabel *dummy* akan sama dengan 1 untuk perusahaan syariah dan akan sama dengan 0 apabila tidak.

Penelitian ini menggunakan *Market leverage* (MLEV) dan *Book leverage* (BLEV) sebagai proksi struktur modal perusahaan. Hal ini sebagaimana yang digunakan oleh Alnori & Alqahtani (2019).

Struktur modal dalam penelitian ini yang diproksikan dengan *market leverage* dan *book leverage* dapat dihitung dengan kalkulasi rumus:

M - Leverage = SD + LD/ SD + LD + SP

B - Leverage = SD + LD/ TA

Di mana SD + LD adalah hasil dari utang jangka pendek dan jangka panjang perusahaan pada waktu t. SP adalah produk perusahaan dari saham biasa yang beredar dan harga per saham pada waktu t atau kapitalisasi pasar pada waktu t. TA adalah total aset perusahaan pada waktu t.

Variabel independen dalam penelitian ini yaitu:

1. *Sharia*

   Sharia dalam penelitian ini digunakan sebagai variabel *dummy*. Variabel ini bertujuan untuk membedakan perusahaan syariah dan *non*-syariah. Variabel *sharia* akan sama dengan 1 untuk perusahaan syariah dan akan sama dengan 0 apabila tidak.

2. Profitabilitas

   Profitabilitas didefinisikan sebagai perbandingan laba sebelum bunga dan pajak atas total aset (Haron & Ibrahim, 2012). Hal itu berarti profitabilitas adalah rasio yang mengukur besarnya kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan atau laba. Profitabilitas merupakan salah satu determinan struktur modal yang paling sering diuji dalam studi akademik.

   Profitabilitas = Pendapatan operasi sebelum depresiasi/ Total aset

3. *Growth opportunities*

   Growth opportunities diproksikan dengan *market-to-book ratios* (MB) didefinisikan sebagai perbandingan nilai pasar ekuitas atas total aset (Alnori & Alqahtani, 2019). Myers (1984) menyatakan bahwa perusahaan dengan potensi investasi yang lebih tinggi akan memiliki tingkat hutang

yang lebih rendah karena mereka menghadapi biaya agensi yang lebih tinggi.

MB = Nilai pasar ekuitas/ Total asset

4. Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan dapat diartikan sampai sejauh mana biaya tetap digunakan dalam operasi suatu perusahaan (Brigham & Houston, 2014). Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan pada total aktiva, jumlah penjualan dan rata-rata penjualan (Riyanto, 2011). Ukuran perusahaan dinyatakan sebagai logaritma natural dari total aset perusahaan (Alnori & Alqahtani, 2019).

Size = Logaritma natural dari total asset

5. Tangibilitas

Tangibilitas merupakan rasio kasar dari *property, plant and equipment* (PPE). Perusahaan yang memiliki lebih banyak aset berwujud dapat menggunakan jenis jaminan ini dan oleh karena itu cenderung memiliki biaya kebangkrutan yang lebih rendah (Alnori & Alqahtani, 2019).

Tangibilitas = Net PPE/ Total asset

6. Non-debt Tax Shield

Manfaat utang adalah bunga utang bisa dipakai sebagai pengurang pajak. Tetapi untuk mengurangi pajak, perusahaan bisa menggunakan cara lain, seperti depresiasi (biaya tetap *non*-bunga), dana pensiun. Dengan demikian bisa dibuat prediksi bahwa perusahaan dengan NDTS tinggi, maka perusahaan tidak perlu menggunakan utang tinggi. Ada

hubungan negatif antara keduanya. NDTS menggunakan rasio depresiasi terhadap total aset sebagai proksinya (Hanafi, 2014).

NDTS = Biaya depresiasi/ Total aset

3.4. Metode Analisis Data

3.4.1. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui apakah model yang digunakan dalam regresi menunjukkan hubungan yang signifikan dan representatif sehingga model yang digunakan tersebut harus memenuhi uji asumsi klasik regresi. Uji asumsi klasik yang dilakukan adalah uji normalitas, multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas.

1. Uji Normalitas

   Uji normalitas dilakukan dengan tujuan untuk menguji apakah dalam model regresi antara variabel dependen dengan variabel independen mempunyai distribusi normal atau tidak. Proses uji normalitas dilakukan dengan menggunakan uji Jarque-Bera. Di mana apabila diketahui p value > 0.05 maka dapat dikatakan data berdistribusi normal dan berlaku sebaliknya. Meskipun demikian uji normalitas ini dapat diabaikan apabila sampel penelitian tergolong besar seperti pada penelitian ini.

2. Uji Multikolinearitas

   Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi yang cukup kuat antara variabel independen. Jika terdapat korelasi yang cukup kuat akan

menyebabkan problem multikolinieritas. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi yang cukup kuat antara variabel independen. Identifikasi secara statistik untuk menunjukkan ada tidaknya gejala multikolinieritas dilakukan dengan menggunakan *Pairwise Correlation* dan VIF (*Variance Inflation Factor*). Indikasi multikolinieritas yaitu apabila nilai korelasi > 0.8 dan nilai VIF > 10. Sebaliknya, apabila nilai korelasi < 0,8 dan nilai VIF < 10 maka tidak terjadi multikolinearitas.

3. Uji Heteroskedastisitas

   Uji heteroskedastisitas digunakan untuk menguji apakah model regresi terjadi ketidaksamaan varians residual dari satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika varians residual pada setiap pengamatan tetap, maka disebut homoskedastisitas dan sebaliknya jika varians residual pada setiap pengamatan berubah-ubah disebut heteroskedastisitas. Uji heteroskedastisitas menggunakan *White's General Heteroscedasticity*. Jika nilai LM statistik lebih besar daripada nilai kritis Chi Square (df=2) yaitu 5,99 maka dikatakan terdapat heteroskedastisitas dan berlaku sebaliknya. Uji ini dipilih karena tidak bergantung pada asumsi normalitas.

4. Uji Autokorelasi

   Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1. Dalam penelitian ini,

uji autokorelasi dilakukan dengan uji Durbin-Watson. Di mana apabila nilai Durbin-Watson mendekati 2 maka dikatakan tidak terdapat masalah autokorelasi dan berlaku sebaliknya.

3.4.2. Analisis Regresi

Analisis regresi data panel adalah analisis regresi dengan struktur data yang merupakan data panel. Data panel merupakan data dari beberapa individu sama yang diamati dalam kurun waktu tertentu. Persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\textit{Market leverage} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sharia} + \beta_2 \text{Profitabilitas} + \beta_3 \textit{Size} + \beta_4 \text{MB} + \beta_5 \text{Tang} + \beta_6 \text{Dep} + \beta_7 \text{Time} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\textit{Book leverage} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sharia} + \beta_2 \text{Profitabilitas} + \beta_3 \textit{Size} + \beta_4 \text{MB} + \beta_5 \text{Tang} + \beta_6 \text{Dep} + \beta_7 \text{Time} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Diketahui:

Market leverage: proksi struktur modal

Book leverage: proksi lain dari struktur modal

Sharia: variabel *dummy*

Profitabilitas: profitabilitas pada tahun t

Size: logaritma natural dari total aset pada tahun t

MB: *growth opportunities* pada tahun t

Tang: tangibilitas aset pada tahun t

Dep: *non-debt tax shield* pada tahun t

Time: variabel *dummy* waktu

ε_{it}: *error*

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif berfungsi untuk mengetahui karakteristik dari sampel yang digunakan. Dalam hal ini meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata dan standar deviasi.

Tabel 4.1. Statistik Deskriptif

Overall	Observasi	Mean	Median	Maks.	Min.	Std. Dev
Market leverage	425	0.345761	0.303406	0.919696	0.000176	0.226878
Book leverage	425	0.619481	0.491087	19.57513	0.000264	1.460917
Profitabilitas	425	0.086379	0.088081	0.628931	-10.68942	0.540832
Growth	425	2.010284	1.049645	35.80075	0.050518	3.463372
Size	425	9.703349	9.734714	12.75046	5.262698	1.111174
Tangibilitas	425	0.314037	0.261952	1.343293	0.000154	0.227584
NDTS	425	0.049557	0.027708	2.604974	-0.038075	0.179215

Sharia	Observasi	Mean	Median	Maks.	Min.	Std. Dev
Market leverage	317	0.310183	0.262227	0.903835	0.000176	0.202375
Book leverage	317	0.441571	0.432791	0.922615	0.000264	0.180385
Profitabilitas	317	0.112651	0.091321	0.628931	-0.37679	0.113839
Growth	317	1.724906	1.060582	18.37932	0.084242	2.339409
Size	317	9.708832	9.723224	12.75046	7.420579	1.072072
Tangibilitas	317	0.306451	0.260066	0.843152	0.000156	0.220676
NDTS	317	0.054812	0.028663	2.604974	-0.03807	0.206743

Non-Sharia	Observasi	Mean	Median	Maks.	Min.	Std. Dev
Market leverage	108	0.450196	0.455996	0.919695	0.018695	0.261279
Book leverage	108	1.141681	0.634243	19.57513	0.120571	2.827051

Profitabilitas	108	0.00927	0.08073 1	0.62589 6	- 10.6894	1.05486 7
Growth	108	2.84792	0.78793 9	35.8007 5	0.05051 8	5.51535 5
Size	108	9.68725 8	9.85567 4	11.7497 6	5.26269	1.22393 5
Tangibilitas	108	0.33630 1	0.27653 4	1.34329 3	0.00733 1	0.24648 1
NDTS	108	0.03413 3	0.02556	0.11245	0.00096 5	0.02682 5

Berdasarkan hasil statisik deskriptif pada Tabel 4.1 diketahui bahwa perusahaan syariah memiliki tingkat *Market leverage* dan *Book leverage* yang lebih rendah daripada perusahaan *non*-syariah baik dari sisi mean, median, nilai maksimum, nilai minimum, dan standar deviasi. Secara umum, perusahaan syariah memiliki tingkat profitabilitas, ukuran aset, dan *non-debt tax shield* yang lebih tinggi, namun tingkat pertumbuhan dan tangibilitas lebih rendah dibanding perusahaan *non*-syariah.

MLEV merupakan salah satu pengukur struktur modal. Dari data tabel diketahui secara umum rata-rata struktur modal perusahaan dengan pengukuran MLEV adalah sebesar 0.34 dengan kisaran 0.00 (nilai minimum) dan 0.91 (nilai maksimum). Rata-rata sumber pendanaan eksternal dari hutang sebesar 0.34 atau 34% sedangkan standar deviasi sebesar 0.22 artinya

penyimpangan variabel MLEV menunjukkan hal baik karena standar deviasi yang menunjukkan penyimpangan dari data tersebut lebih kecil dari nilai rata-ratanya.

BLEV merupakan salah satu pengukur struktur modal. Dari data tabel diketahui secara umum rata-rata struktur modal perusahaan dengan pengukuran BLEV adalah sebesar 0.61 dengan kisaran 0.00 (nilai minimum) dan 19.57 (nilai maksimum). Rata-rata sumber pendanaan eksternal dari hutang sebesar 0.61 atau 61% sedangkan standar deviasi sebesar 1.46 artinya penyimpangan variabel BLEV menunjukkan hal yang tidak baik karena standar deviasi yang menunjukkan penyimpangan dari data tersebut lebih besar dari nilai rata-ratanya.

Variabel profitabilitas memiliki nilai rata-rata sebesar 0.08 dengan nilai maksimum sebesar 0.62 dan nilai minimum sebesar -10.68 sementara standar deviasi sebesar 0.54.

Variabel *growth* memiliki nilai rata-rata sebesar 2.01 dengan nilai maksimum sebesar 35.80 dan nilai minimum 0.05 sebesar sementara standar deviasi sebesar 3.46.

Variabel *size* memiliki nilai rata-rata sebesar 9.70 dengan nilai maksimum sebesar 12.75 dan nilai minimum sebesar 5.26 sementara standar deviasi sebesar 1.11.

Variabel tangibilitas memiliki nilai rata-rata sebesar 0.31 dengan nilai maksimum sebesar 1.34 dan nilai minimum sebesar 0.00 sementara standar deviasi sebesar 0.22.

Variabel NDTS memiliki nilai rata-rata sebesar 0.04 dengan nilai maksimum sebesar 2.60 dan nilai minimum sebesar -0.03 sementara standar deviasi sebesar 0.17.

4.2. Hasil Pengujian Hipotesis

4.2.1. Hasil Uji Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas

   Uji Normalitas menggunakan Jarque-Bera test. Diketahui p value sama-sama sebesar 0,0000 di mana < 0,05 sehingga H_0 yang menyatakan data terdistribusi normal ditolak pada model *Market leverage* maupun *Book leverage*. Hal ini mengindikasikan data residual berdistribusi tidak normal. Akan tetapi, hal ini dapat diabaikan karena data pada estimasi ini cukup besar (425 observasi) sehingga asumsi normalitas tidak terlalu krusial. Asumsi normalitas mempunyai peran penting pada data dengan ukuran sampel kecil, misalnya kurang dari 100 observasi (Gujarati & Porter, 2009)

2. Uji Multikolinearitas

   Uji multikolinearitas menggunakan *Pairwise Correlation* dan VIF. Keduanya menunjukkan nilai korelasi yang rendah. Dalam *Pairwise Correlation*, nilai korelasi tidak satu pun yang melebihi 0,8 dan dalam VIF tidak satu pun yang melebihi 10. Hal ini menunjukkan tidak adanya multikolinearitas yang tinggi antarvariabel. Uji multikolinearitas ditunjukkan di tabel 4.2.

Tabel 4.2. Uji Multikolinearitas

	MLEV	Sharia	Prof	Size	Growth	Tang	NDTS	VIF
MLEV	1							
Sharia	-0.268981184	1						3.846484
Prof	-0.147972611	-0.083317961	1					1.034825
Size	0.346412341	-0.008466284	-0.116807721	1				6.048761
Growth	-0.413141351	0.141335464	-0.000954664	-0.397411	1			1.279747
Tang	-0.028190661	-0.057169569	0.042652963	-0.003738625	-0.010858200	1		2.864119
NDTS	-0.057858269	-0.050294671	0.003242112	-0.043109540	-0.013249717	-0.020071700	1	1.077235

	BLEV	Sharia	Prof	Size	Growth	Tang	NDTS	VIF
BLEV	1							
Sharia	-0.2088838	1						3.846484
Prof	-0.3533179	-0.0833796	1					1.034825
Size	0.3165987	-0.0084628	-0.1168077	1				6.048761
Growth	0.6261	-0.1413	-0.0009	0.3974	1			1.279747
	-0.0067	351	546	664				
Tang	-0.0445842	0.0571695	-0.0426 5296	-0.0037386	-0.0108582	1		2.8641 9
NDTS	0.0170	0.0502	0.0032	0.0431	0.0132	0.0200		1.0772
	4674.	9467	420.	112	954	717	1	35

3. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah terjadi penyimpangan model karena varian gangguan berbeda antara satu observasi dengan observasi lain. Untuk menguji hal itu penelitian ini menggunakan *White's General Heteroscedasticity Test*. Uji ini dipilih karena uji ini tidak bergantung pada asumsi normalitas (Gujarati & Porter, 2009).

Nilai LM statistik dari uji dengan model *Book leverage* diketahui sebesar 0,3815*425=162,1375. Nilai LM statistik lebih besar daripada nilai kritis Chi Square (df=2) yaitu 5,99 sehingga dapat disimpulkan terdapat heteroskedastisitas pada model ini.

Nilai LM statistik dari uji dengan model *Market leverage* diketahui sebesar 0,3695*425=157,0375. Nilai LM statistik lebih besar daripada nilai kritis Chi Square (df=2) yaitu 5,99 sehingga dapat disimpulkan terdapat heteroskedastisitas pada model ini.

4. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui penyimpangan asumsi klasik autokorelasi yaitu korelasi yang terjadi antara residual pada satu pengamatan dengan pengamatan yang lain dalam model regresi. Untuk mengetahui apakah suatu model terdapat masalah autokorelasi atau tidak yaitu dengan memperhatikan nilai Durbin-Watson statistik pada tabel regresi. Model yang tidak terkena masalah autokorelasi yaitu memiliki nilai Durbin-Watson mendekati angka 2.

Pada model estimasi dengan *Market leverage* dan *Book leverage* diketahui keduanya memiliki nilai Durbin-Watson statistik yang jauh dari angka 2. Hal ini menandakan model memiliki masalah autokorelasi.

4.2.2. Hasil Pengujian Regresi

Telah diketahui sebelumnya bahwa model mendapati masalah autokorelasi dan heteroskedastisitas. Untuk mengatasi masalah tersebut digunakan *White period robust covariance*. Ringkasan hasil regresi tertera pada tabel 4.3.

Diketahui nilai konstanta sebesar 0.10 yang berarti apabila variabel independen sama dengan nol atau konstan maka variabel dependen MLEV sebesar 10%. Sharia memiliki koefisien regresi negatif sebesar 0.16, artinya rata-rata MLEV perusahaan syariah sebesar -6% sementara rata-rata MLEV perusahaan *non*-syariah sebesar 10%. Profitabilitas memiliki koefisien regresi negatif sebesar 0.06. Apabila variabel independen lain konstan maka kenaikan profitabilitas sebesar 1% akan menurunkan nilai MLEV sebesar 6%. *Size* memiliki koefisien regresi positif sebesar 0.04. Apabila variabel independen lain konstan maka kenaikan *size* sebesar 1% akan menaikan nilai MLEV sebesar 4%. *Growth* memiliki koefisien regresi negatif sebesar 0.02. Apabila variabel indepeden lain konstan maka kenaikan *growth* sebesar 1% akan menurunkan nilai MLEV sebesar 2%. Tangibilitas tidak signifikan terhadap MLEV. NDTS memiliki koefisien regresi positif sebesar 0.09. Apabila variabel independen lain konstan

maka kenaikan profitabilitas sebesar 1% akan menaikan nilai MLEV sebesar 9%.

Profitabilitas*Sharia tidak signifikan terhadap MLEV. Size*Sharia tidak signifikan terhadap MLEV. Growth*Sharia tidak signifikan terhadap MLEV. Tang*Sharia tidak signifikan terhadap MLEV. NDTS*Sharia tidak signifikan terhadap MLEV.

Diketahui nilai konstanta sebesar 1.20 yang berarti apabila variabel independen sama dengan nol atau konstan maka variabel dependen BLEV sebesar 120%. *Sharia* memiliki koefisien regresi negatif sebesar 0.33, artinya rata-rata BLEV perusahaan syariah sebesar 87% sementara rata-rata BLEV perusahaan *non*-syariah sebesar 120%. Profitabilitas memiliki koefisien regresi negatif sebesar 0.92. Apabila variabel independen lain konstan maka kenaikan profitabilitas sebesar 1% akan menurunkan nilai BLEV sebesar 92%. *Size* tidak signifikan terhadap BLEV. *Growth* memiliki koefisien regresi positif sebesar 0.25. Apabila variabel indepeden lain konstan maka kenaikan *growth* sebesar 1% akan menaikkan nilai BLEV sebesar 25%. Tangibilitas tidak signifikan terhadap BLEV. NDTS tidak signifikan terhadap BLEV.

Profitabilitas*Sharia memiliki koefisien regresi positif sebesar 0.61. Apabila variabel indepeden lain konstan maka kenaikan profitabilitas*sharia sebesar 1% akan menaikkan nilai BLEV sebesar 61%. Size*Sharia tidak signifikan terhadap BLEV. Growth*Sharia memiliki koefisien regresi negatif sebesar 0.32. Apabila variabel indepeden lain

konstan maka kenaikan growth*sharia sebesar 1% akan menaikkan nilai BLEV sebesar 32%. Tang*Sharia tidak signifikan terhadap BLEV. NDTS*Sharia tidak signifikan terhadap BLEV.

4.2.2.1. Hasil Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi R^2 dimaksudkan untuk mengetahui seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Semakin kecil nilai berarti kemampuan variabel-variabel indepeden dalam menjelaskan variabel dependen sangat terbatas. Apabila mendekati satu berarti variabel independen hampir dapat menerangkan variabel depeden. Dari tabel 4 diketahui nilai koefisien MLEV sebesar 0.33 dan untuk BLEV sebesar 0.52. Hal ini berarti 33% struktur modal pada pengukuran MLEV dapat dijelaskan oleh variabel independen dalam penelitian sedangkan sisanya sebesar 67% dipengaruhi oleh variabel lainnya diluar penelitian ini. Sementara 52% struktur modal pada pengukuran BLEV dapat dijelaskan oleh variabel independen dalam penelitian sedangkan sisanya sebesar 48% dipengaruhi oleh variabel lainnya diluar penelitian ini.

Tabel 4.3. Rangkuman Hasil Regresi

Dependen	*Market leverage*		*Book leverage*	
	(1)	(2)	(1)	(2)
Independen				
C	0.108519	0.261917	1.203370	2.776622

	(0.647580)	(0.592966)	(1.068252)	(0.901879)
Sharia	-0.163207***	-0.402156	-0.334850*	-2.913035
	(-4.121230)	(-0.832654)	(-1.676521)	(-0.927244)
Profitabilitas	-0.064594***	-0.044890*	-0.924113***	-0.728561**
	(-2.945897)	(-1.804897)	(-4.461888)	(-2.845160)
Size	0.043802***	0.020467	-0.058167	-0.279888
	(2.608968)	(0.444272)	(-0.571015)	(-0.837564)
Growth	-0.024335**	-0.019682	0.250981*	0.339814**
	(-2.155341)	(-1.375768)	(1.916394)	(2.811476)
Tangibilitas	0.021351	0.122562	-0.267425	0.005762
	(0.304148)	(1.015860)	(-0.836516)	(0.011489)
NDTS	0.092088***	0.549157	0.181142	0.426486
	(4.292330)	(0.510633)	(1.373411)	(0.052942)
Prof*Sharia		-0.169528		0.614093*
		(-1.128948)		(1.745661)
Size*Sharia		0.035585		0.328024
		(0.720159)		(0.970805)
Growth*Sharia		-0.013144		-0.327480**

		(-0.608192)		(-2.716889)
Tang*Sharia		-0.141213		0.024775
		(-1.004664)		(0.048835)
NDTS*Sharia		-0.461635		-0.399751
		(-0.429138)		(-0.049637)
Time Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
F-Statistic		22.09349***	17.08188***	47.22144***	60.33151***
Adjusted R Squared		0.332215	0.362625	0.521560	0.677314
Observations		425	425	425	425

*,**, dan *** mengindikasikan signifikansi pada tingkat 10%, 5%, dan 1%, secara berurutan. Angka dalam kurung adalah t-statistic.

4.2.2.2. Hasil Uji F

Berdasarkan tabel 4.3. diketahui f-statistik signifikan pada tingkat 1 persen baik untuk model *Market leverage* maupun *Book leverage*. Hal ini berarti bahwa variabel-variabel independen secara simultan signifikan terhadap variabel dependen.

4.2.2.3. Hasil Uji T

Berdasarkan tabel 4.3. hasil menunjukkan bahwa variabel *sharia* berkorelasi signifikan negatif pada kedua model baik untuk model MLEV

maupun BLEV. Hal tersebut mengkonfirmasi bahwa terdapat perbedaan struktur modal antara perusahaan syariah dengan *non*-syariah. Hasil tersebut sekaligus menunjukkan bahwa perusahaan syariah memiliki tingkat hutang yang lebih rendah daripada perusahaan *non*-syariah.

Profitabilitas berkorelasi signifikan negatif pada kedua model, MLEV dan BLEV. Sementara, diketahui variabel interaksi profitabilitas*sharia berkorelasi signifikan positif terhadap BLEV. Sehingga diketahui terdapat perbedaan pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan syariah dan *non*-syariah.

size atau ukuran perusahaan berkorelasi signifikan positif pada MLEV. Sementara, diketahui variabel interaksi size*sharia tidak signifikan.

MB atau *growth opportunities* berkorelasi signifikan negatif pada MLEV dan berkorelasi signifikan positif pada BLEV. Sementara, variabel interaksi growth*sharia berkorelasi signifikan negatif pada model BLEV. Sehingga diketahui terdapat perbedaan pengaruh *growth opportunities* terhadap BLEV.

Tangibilitas tidak menunjukkan signifikansi pada kedua model, MLEV dan BLEV. Sehingga tangibilitas bukan merupakan determinan struktur modal baik pada perusahaan syariah maupun *non*-syariah.

NDTS berkorelasi signifikan positif pada MLEV. Sementara, diketahui variabel interaksi NDTS*sharia tidak signifikan

Tabel 4.4. Rangkuman Hasil Pengujian Hipotesis

Determinan	ID	Hipotesis	MLEV	BLEV
Syariah	H1	Terdapat perbedaaan struktur modal antara perusahaan syariah dan *non*-syariah	Diterima	Diterima
Profitabilitas	H2a	Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah	Diterima	Diterima
	H2b	Terdapat perbedaan pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah	Ditolak	Diterima
Growth	H3a	Growth berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah	Diterima	Ditolak
	H3b	Terdapat perbedaan pengaruh growth terhadap struktur modal perusahaan syariah dan *non*-syariah	Ditolak	Diterima
Size	H4a	Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah	Diterima	Ditolak
	H4b	Terdapat perbedaan pengaruh size terhadap struktur modal perusahaan	Ditolak	Ditolak

		syariah dan *non*-syariah		
Tangibilitas	H5a	Tangibilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah	Ditolak	Ditolak
	H5b	Terdapat perbedaan pengaruh tangibilitas terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah	Ditolak	Ditolak
NDTS	H6a	NDTS berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah	Ditolak	Ditolak
	H6b	Terdapat perbedaan pengaruh NDTS terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah	Ditolak	Ditolak

4.3. Pembahasan

1. Sharia

Berdasarkan tabel 4.3. hasil menunjukkan bahwa variabel sharia berkorelasi signifikan negatif pada kedua model, *Market leverage* (MLEV) dan *Book leverage* (BLEV). Hal tersebut menunjukkan bahwa terdapat perbedaan struktur modal perusahaan syariah dan *non*-syariah. Secara umum, perusahaan syariah memiliki tingkat hutang yang lebih rendah daripada perusahaan *non*-syariah.

Perbedaan tingkat hutang tersebut diduga kuat disebabkan oleh kepatuhan perusahaan syariah pada batasan-batasan syariah. Aturan syariah mengenai batasan akses finansial dan tingkat hutang yang dapat digunakan oleh perusahaan secara terang mengindikasikan bahwa perusahaan syariah akan memiliki tingkat hutang yang relatif rendah. Di mana hal tersebut dikonfirmasi melalui hasil penelitian ini. Batasan-batasan finansial perusahaan syariah akan meningkatkan biaya kebangkrutan sehingga memaksa perusahaan beroperasi pada tingkat hutang rendah.

Biaya kebangkrutan dari *Trade-Off Theory* dapat digunakan untuk menjelaskan rendahnya tingkat hutang perusahaan syariah. Kraus & Litzenberger (1973) mengemukakan bahwa perusahaan dengan probabilitas kebangkrutan yang relatif tinggi sebaiknya didanai dengan tingkat hutang yang kecil. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Alnori & Alqahtani (2019) yang menemukan bahwa perusahaan syariah memiliki tingkat hutang yang lebih rendah dibandingkan perusahaan *non*-syariah.

2. Profitabilitas

Hasil menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan *non*-syariah berkorelasi signifikan negatif terhadap struktur modal, MLEV dan BLEV. Dengan demikian perusahaan *non*-syariah akan cenderung tidak berhutang apabila perusahaan memiliki kemampuan mencetak laba. Perusahaan *non*-syariah dengan kemampuan mencetak laba

cenderung akan menggunakan laba ditahan atau dana internal sebagai sarana pendanaan bagi perusahaan dibandingkan dengan hutang atau dana eksternal sebagaimana diterangkan oleh *Pecking Order Theory*.

Profitabilitas pada perusahaan syariah diketahui berkorelasi signifikan positif terhadap BLEV. Hal ini berarti perusahaan syariah pada pengukuran BLEV akan cenderung berhutang apabila perusahaan memiliki kemampuan mencetak laba.

Di mana apabila perusahaan dapat membiayai kebutuhannya melalui pendanaan internal yang berasal dari laba dalam arti perusahaan memiliki kemampuan mencetak laba maka perusahaan cenderung tidak akan berhutang. Sebab, dana internal praktis terbebas dari biaya asimetri (Hanafi, 2014).

Hasil penelitian ini mengonfirmasi Myers (1984) yang mengemukakan bahwa perusahaan dengan kemampuan mencetak laba akan cenderung menyukai laba ditahan sebagai sumber pendanaan. Dengan kata lain, semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka perusahaan akan cenderung menggunakan dana internal dibandingkan dengan hutang atau pendanaan eksternal. Tingkat keuntungan yang tinggi menjadikan dana internal mereka cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi (Hanafi, 2014).

Secara umum, hasil penelitian ini sesuai dengan temuan Alnori & Alqahtani (2019) dan Yildirim, Masih, & Bacha (2018). Keduanya menemukan profitabilitas berkorelasi signifikan negatif terhadap

struktur modal baik pada perusahaan syariah dan *non*-syariah dan baik pada pengukuran MLEV dan BLEV.

3. *Growth opportunities*

MB atau *growth opportunities* menunjukkan korelasi signifikan negatif pada MLEV dan signifikan positif pada BLEV. Sementara itu growth*sharia menunjukkan korelasi signifikan negatif pada BLEV.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan *non*-syariah dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi dalam pengukuran BLEV akan cenderung berhutang. Dengan kata lain, semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan maka semakin tinggi juga tingkat hutangnya. Hal tersebut ditunjukkan oleh arah hubungan positif *growth opportunities* terhadap BLEV yang sesuai dan dapat dijelaskan dalam kerangka *Pecking Order Theory*.

Pecking Order Theory dapat digunakan untuk menjelaskan situasi ini di mana peluang investasi membutuhkan pembiayaan investasi yang apabila perusahaan kekurangan dana maka akan mendorong perusahaan untuk menggunakan pendanaan eksternal berupa hutang. Hutang mempunyai biaya asimetri yang lebih rendah dibandingkan saham (Hanafi, 2014). Jika cadangan internal berkurang, maka perusahaan akan memilih untuk pembiayaan hutang daripada ekuitas (Sahudin, Ismail, Sulaiman, Rahman, & Jaafar, 2019). Perusahaan dengan prospek pertumbuhan tinggi namun dengan kondisi profitabilitas dan laba ditahan terbatas memaksa perusahaan

mengandalkan dana eksternal untuk membiayai investasi mereka (Dang, Kim, & Shin, 2014). Arah hubungan positif juga ditemukan Guney, Li, & Fairchild (2011) dan Andres, Cumming, Karabiber, & Schweizer (2014).

Sebaliknya, perusahaan *non*-syariah dalam pengukuran MLEV serta perusahaan syariah dalam pengukuran BLEV menunjukkan korelasi signifikan negatif yang berarti semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan tidak lantas diikuti kenaikan tingkat hutang. Dengan kata lain, tingkat hutangnya cenderung kecil. Hasil ini mengonfirmasi Myers (1984) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan potensi investasi yang lebih tinggi akan memiliki tingkat hutang yang lebih rendah karena mereka menghadapi biaya agensi yang lebih tinggi. Dengan demikian hasil ini sejalan dengan *Trade-Off Theory* dan sesuai dengan temuan Fama & French (2002) dan Barclay, Smith Jr, & Morellec (2006).

Arah hubungan negatif ini dapat dijelaskan dalam kerangka *Trade-Off Theory*. Di mana *Trade-Off Theory* menyatakan bahwa rasio hutang yang optimal dapat direalisasikan dengan menyeimbangkan manfaat penghematan pajak dari pembiayaan hutang terhadap biaya kesulitan keuangan yang timbul dari risiko kebangkrutan dan biaya agensi (Kraus & Litzenberger, 1973; Jensen & Meckling, 1976). Peningkatan peluang pertumbuhan perusahaan menyebabkan peningkatan biaya agensi hutang dan pengurangan

biaya agensi dari kebijaksanaan manajerial (Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2001).

Biaya kesulitan keuangan dari perusahaan yang bertumbuh relatif besar sehingga meningkatkan biaya agensi hutang. Dengan tingginya biaya hutang, penyedia modal meminta tingkat bunga yang lebih tinggi dan akibatnya manajer akan berkecil hati untuk meningkatkan modal hutang yang menyebabkan rasio hutang yang lebih rendah (Yildirim, Masih, & Bacha, 2018).

Secara umum, hasil penelitian ini sedikit berbeda dengan Yildirim, Masih, & Bacha (2018) yang menemukan *growth opportunities* berkorelasi signifikan negatif pada struktur modal dengan pengukuran MLEV dan baik pada perusahaan syariah maupun *non*-syariah. Sementara itu, penelitian oleh Alnori & Alqahtani (2019) menemukan korelasi negatif signifikan pada kedua model pengukuran, MLEV dan BLEV, dan baik pada perusahaan syariah maupun *non*-syariah.

4. Size

Size berkorelasi signifikan positif pada MLEV. Sementara size*sharia tidak menunjukkan signifikansi. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar juga tingkat hutangnya. Hasil ini sejalan dan dapat dijelaskan dalam kerangka *Trade-off Theory*.

Trade-Off Theory berpendapat bahwa semakin besar perusahaan, semakin sedikit ia akan menghadapi risiko kebangkrutan sehingga semakin banyak hutang yang dapat dipegang perusahaan. Selain itu, hasil ini dapat dijelaskan atas dasar bahwa perusahaan-perusahaan besar terdiversifikasi dengan baik dan memiliki risiko biaya kebangkrutan yang lebih rendah. Dan juga, mereka memiliki akses yang lebih besar ke pasar kredit yang meningkatkan kapasitas hutang mereka (Yildirim, Masih, & Bacha, 2018).

Yildirim, Masih, & Bacha (2018) mendapati korelasi positif signifikan antara ukuran perusahaan dengan struktur modal dalam pengukuran MLEV baik pada perusahaan syariah maupun *non*-syariah. Frank & Goyal (2009) menyatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan akan cenderung semakin besar tingkat hutangnya. Hal tersebut dapat dipahami mengingat semakin besar perusahaan akan semakin rendah volatilitas aliran kas perusahaan (Titman & Wessels, 1988). Hasil signifikan positif juga ditemukan oleh Alnori & Alqahtani (2019) dan Park, Suh, & Yeung (2013).

5. NDTS

NDTS berkorelasi signifikan positif pada MLEV. Sementara NDTS*sharia tidak menunjukkan signifikansi. Arah hubungan positif ini sejalan dengan *Pecking Order Theory* sebagaimana sejalan dengan Harris & Raviv (1991). Bradley, Jarrel, & Kim (1984) menunjukkan bahwa perusahaan yang banyak berinvestasi dalam aset berwujud, dan

dengan demikian menghasilkan tingkat depresiasi dan kredit pajak yang relatif tinggi, cenderung memiliki hutang (*financial leverage*) yang lebih tinggi dimana hal ini konsisten dengan hipotesis *secured debt* dari Scott (1977), yang menyatakan bahwa perusahaan dapat berhutang pada tingkat bunga yang lebih rendah jika hutang mereka dijamin dengan aset berwujud, *ceteris paribus*.

DeAngelo & Masulis (1980) sebelumnya menyatakan bahwa biaya depresiasi adalah substitusi hutang dalam hal manfaat pajak. Hasil positif dalam penelitian ini dengan demikian bertentangan dengan hasil penelitiannya yang menemukan arah hubungan negatif. Penjelasan yang mungkin dari arah hubungan positif adalah bahwa *non-debt tax shield* merupakan variabel instrumental bagi keamanan aset perusahaan dimana dengan banyaknya aset yang diamankan mengarah ke rasio hutang yang lebih tinggi (Bradley, Jarrell, & Kim, 1984). Hasil signifikan positif juga ditemukan oleh Michaelas, Chittenden, & Poutziouris (1999) dan Alnori & Alqahtani (2019).

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan seperti yang telah diuraikan di atas maka didapatkan kesimpulan sebagai berikut:

1. Terdapat perbedaan struktur modal antara perusahaan syariah dan *non*-syariah. Diketahui tingkat hutang perusahaan syariah secara umum lebih rendah dari perusahaan *non*-syariah
2. Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan syariah dan *non*-syariah. Terdapat perbedaan pengaruh profitabilitas terhadap BLEV dengan perusahaan syariah yang memiliki pengaruh profitabilitas lebih rendah terhadap BLEV
3. *Growth* berpengaruh negatif terhadap MLEV dan positif terhadap BLEV. Terdapat perbedaan pengaruh *growth* terhadap BLEV dengan perusahaan *non*-syariah yang memiliki pengaruh *growth* lebih rendah terhadap BLEV
4. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap MLEV. Tidak terdapat perbedaan pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal
5. Tangibilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal
6. NDTS berpengaruh positif terhadap MLEV. Tidak terdapat perbedaan pengaruh NDTS terhadap struktur modal

5.2. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan sebagai berikut:

1. Penelitian ini dibatasi periode waktu pengamatan selama 5 tahun saja mulai dari tahun 2014 sampai tahun 2018. Sehingga terdapat kemungkinan kurang mencerminkan situasi sesungguhnya
2. Penelitian ini dibatasi sampel 85 perusahaan dari populasi yang berjumlah 566 perusahaan (dengan mengecualikan sektor keuangan) sehingga hasil penelitian kemungkinan belum dapat menjelaskan kondisi sepenuhnya
3. Penelitian ini terbatas pada 5 variabel independen (diluar variabel sharia) dan berdasar uji determinasi didapatkan angka 33% untuk MLEV dan 52% untuk BLEV dalam menjelaskan struktur modal. Sehingga masih terdapat variabel-variabel lain diluar penelitian yang perlu diikutsertakan

5.3. Saran

1. Penelitian selanjutnya diharapkan memasukkan periode waktu yang lebih lengkap agar mendapatkan hasil yang lebih komprehensif
2. Penelitian selanjutnya diharapkan menambah jumlah sampel hingga mendekati jumlah populasi atau bahkan menggunakan populasi secara penuh agar mendapatkan hasil yang komprehensif
3. Penelitian selanjutnya diharapkan memasukkan variabel-variabel lain yang relevan guna mendapatkan hasil yang lebih komprehensif

DAFTAR PUSTAKA

Ahmed, H. (2007). Issues in islamic corporate financing: Capital structure in firms. *Islamic Research and Training Institute*, 1-48.

Akinsomi, O., Ong, S. E., Ibrahim, M. F., & Newell, G. (2015). Does being islamic or shariah-compliant affect capital structure? Evidence from real-estate firms in the gulf cooperation council states. *22nd Annual European Real Estate Society Conference.* Istanbul.

Alnori, F., & Alqahtani, F. (2019). Capital structure and speed of adjustment in non-financial firms: Does sharia compliance matter? Evidence from Saudi Arabia. *Emerging Market Review*, 50-67.

Andres, C., Cumming, D., Karabiber, T., & Schweizer, D. (2014). Do markets anticipate capital structure decisions? Feedback effects in equity liquidity. *Journal of Corporate Finance*, 133-156.

Ashraf, D., & Khawaja, M. (2016). Does the shariah screening process matter? Evidence from shariah compliant portfolios. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 77-92.

Barclay, M. J., Smith Jr, C. W., & Morellec, E. (2006). On the debt capacity of growth options. *The Journal of Business*, 37-60.

Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance*, 87-130.

Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 857-878.

Brigham, E., & Houston, J. (2014). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan.* Jakarta: Penerbit Salemba Empat.

Dang, V. A., Kim, M., & Shin, Y. (2014). Asymmetric adjustment toward optimal capital structure: Evidence from a crisis. *International Review of Financial Analysis*, 226-242.

DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 3-29.

Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 1-33.

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 1-37.

(2019). *Global Islamic Finance Report 2019.* Cambridge Institute of Islamic Finance.

Goyal, V. K., Lehn, K., & Racic, S. (2002). Growth opportunities and corporate debt policy: The case of the U.S. defense industry. *Journal of Financial Economics*, 35-59.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics.* New York: McGraw-Hill.

Guner, A. (2016). The determinants of capital structure decisions: New evidence from Turkish companies. *Procedia Economics and Finance*, 84-89.

Guney, Y., Li, L., & Fairchild, R. (2011). The relationship between product market competition and capital structure in Chinese listed firms. *International Review of Financial Analysis*, 41-51.

Hanafi, M. M. (2014). *Manajemen Keuangan.* Yogyakarta: BPFE-YOGYAKARTA.

Harjito, D. A., & Martono. (2014). *Manajemen Keuangan.* Yogyakarta: Penerbit Ekonisia.

Haron, R., & Ibrahim, K. (2012). Target capital structure and speed of adjustment: Panel data evidence on Malaysia shariah compliant securities. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 87-107.

Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 297-355.

Hayat, R., & Hassan, M. (2017). Does an islamic label indicate good corporate governance. *Journal of Corporate Finance*, 159-174.

Husaeni, A. (2018). Determinants of capital structure in companies listed in the Jakarta Islamic Index. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 443-456.

Husnan, S., & Pudjiastuti, E. (2015). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan.* Yogyakarta: UPP STIM YKPN.

Ibrahim, W. M., & Prasetyo, A. (2019). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan sektor properti yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode 2015-2017. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*, 977-992.

Indriani, A., & Widyarti, E. T. (2013). Penentu-penentu struktur modal perusahaan yang sahamnya masuk Jakarta Islamic Index. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 59-68.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.

Kartini, & Arianto, T. (2008). Struktur kepemilikan, profitabilitas, pertumbuhan aktiva dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 11-21.

Khemiri, W., & Noubbigh, H. (2018). Determinants of capital structure: Evidence from sub-saharan African firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 150-159.

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 911-922.

(2018). *Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2018.* Otoritas Jasa Keuangan.

Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 113-130.

M'ng, J. C., Rahman, M., & Sannacy, S. (2017). The determinants of capital structure: Evidence from public listed companies in Malaysia, Singapore and Thailand. *Cogent Economics & Finance*.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 261-297.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 433-443.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 574-592.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 187-221.

Park, S. H., Suh, J., & Yeung, B. (2013). Do multinational and domestic corporations differ in their leverage policies? *Journal of Corporate Finance*, 115-139.

Produk Syariah. (2019, November 6). Retrieved from Bursa Efek Indonesia: https://www.idx.co.id/idx-syariah/produk-syariah/

Riyanto, B. (2011). *Dasar-dasar pembelanjaan perusahaan.* Yogyakarta: BPFE-YOGYAKARTA.

Sahudin, Z., Ismail, Z., Sulaiman, S., Rahman, H. A., & Jaafar, M. N. (2019). Capital structure determinants of shariah-compliant firms. *Journal of Emerging Economies and Islamic Research*, 65-75.

Salvatore, D., & Reagle, D. (2002). *Theory and problems of statistics and econometrics.* New York: McGraw-Hill.

Scott, J. H. (1977). Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure. *The Journal of Finance*, 1-19.

Serghiescu, L., & Vaidean, V. (2014). Determinant factors of the capital structure of a firm an empirical analysis. *Procedia Economics and Finance*, 1447-1457.

Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure an empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 117-133.

Soukotta, A., & Chabachib, M. (2012). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal (Studi perbandingan pada manufacture multinational company dan manufacture domestic corporation di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Bisnis Strategi*, 1-17.

Sutrisno. (2017). *Manajemen Keuangan Teori, Konsep dan Aplikasi.* Yogyakarta: Penerbit Ekonisia.

Thabet, H., & Hanefah, M. M. (2014). Capital structure in islamic capital markets: Evidence from bursa Malaysia. *The Journal of Developing Areas*.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 1-19.

Yildirim, R., Masih, M., & Bacha, O. I. (2018). Determinants of capital structure: Evidence from shari'ah compliant and non-compliant firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 198-219.

Youssef, A., & El-ghonamie, A. (2015). Factors that determine capital structure in building material and construction listed firms: Egypt case. *International Journal of Financial Research*, 46-59.

LAMPIRAN

Lampiran I

Statistik Deskriptif

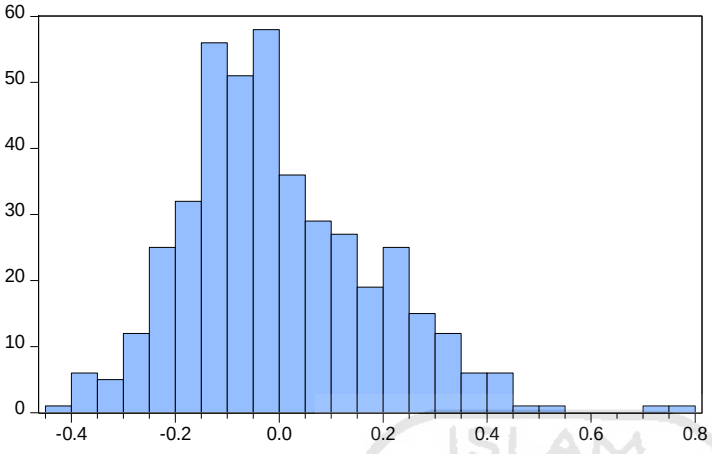
	MARKET_L...	BOOK_LEV...	PROFITABIL...	GROWTH	SIZE	TANGIBILITAS	NDTS
Mean	0.345761	0.619481	0.086379	2.010284	9.703349	0.314037	0.049557
Median	0.303406	0.491087	0.088081	1.049645	9.734714	0.261952	0.027708
Maximum	0.919690	19.57513	0.628931	35.80075	12.75046	1.343293	2.604974
Minimum	0.000176	0.000264	-10.68944	0.050518	5.262690	0.000150	-0.038067
Std. Dev.	0.226878	1.460917	0.540832	3.463372	1.111174	0.227584	0.179215
Skewness	0.530911	10.79883	-18.66237	5.090556	-0.212245	0.681773	12.01775
Kurtosis	2.384897	124.1100	372.6207	37.43872	3.567033	2.988305	157.7480
Jarque-Bera	26.66550	267999.6	2443973.	22838.09	8.884617	32.92682	434290.5
Probability	0.000002	0.000000	0.000000	0.000000	0.011769	0.000000	0.000000
Sum	146.9484	263.2794	36.71120	854.3707	4123.923	133.4655	21.06187
Sum Sq. Dev.	21.82488	904.9341	124.0196	5085.857	523.5161	21.96080	13.61808
Observations	425	425	425	425	425	425	425

	MARKET_L...	BOOK_LEV...	PROFITABIL...	GROWTH	SIZE	TANGIBILITAS	NDTS
Mean	0.310183	0.441571	0.112650	1.724906	9.708832	0.306451	0.054812
Median	0.262227	0.432791	0.091321	1.060580	9.723224	0.260066	0.028663
Maximum	0.903835	0.922615	0.628931	18.37932	12.75046	0.843152	2.604974
Minimum	0.000176	0.000264	-0.376703	0.084242	7.420579	0.000150	-0.038067
Std. Dev.	0.202370	0.180385	0.113839	2.339409	1.072072	0.220676	0.206743
Skewness	0.666710	0.141234	1.397475	4.400977	0.238497	0.587896	10.43209
Kurtosis	2.659758	2.545679	9.227425	26.22819	2.687432	2.331830	118.5446
Jarque-Bera	25.01359	3.780161	615.4101	8149.849	4.295640	24.15725	182088.3
Probability	0.000004	0.151060	0.000000	0.000000	0.116738	0.000006	0.000000
Sum	98.32789	139.9779	35.71005	546.7953	3077.700	97.14501	17.37549
Sum Sq. Dev.	12.94131	10.28221	4.095158	1729.416	363.1908	15.38847	13.50664
Observations	317	317	317	317	317	317	317

	MARKET_L...	BOOK_LEV...	PROFITABIL...	GROWTH	SIZE	TANGIBILITAS	NDTS
Mean	0.450190	1.141681	0.009270	2.847920	9.687258	0.336301	0.034133
Median	0.455996	0.634240	0.080731	0.787939	9.855674	0.276534	0.025560
Maximum	0.919690	19.57513	0.625896	35.80075	11.74976	1.343293	0.112450
Minimum	0.018695	0.120571	-10.68944	0.050518	5.262690	0.007331	0.000965
Std. Dev.	0.261279	2.827051	1.054867	5.515355	1.223935	0.246481	0.026825
Skewness	-0.070219	5.365539	-9.788304	3.639317	-1.097308	0.830879	0.987245
Kurtosis	1.987560	31.12502	99.82441	18.54270	4.900801	4.004660	3.106104
Jarque-Bera	4.701405	4077.778	43911.94	1325.492	37.93222	16.96853	17.59439
Probability	0.095302	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000207	0.000151
Sum	48.62051	123.3015	1.001151	307.5754	1046.224	36.32051	3.686377
Sum Sq. Dev.	7.304523	855.1674	119.0636	3254.848	160.2878	6.500560	0.076994
Observations	108	108	108	108	108	108	108

Lampiran II

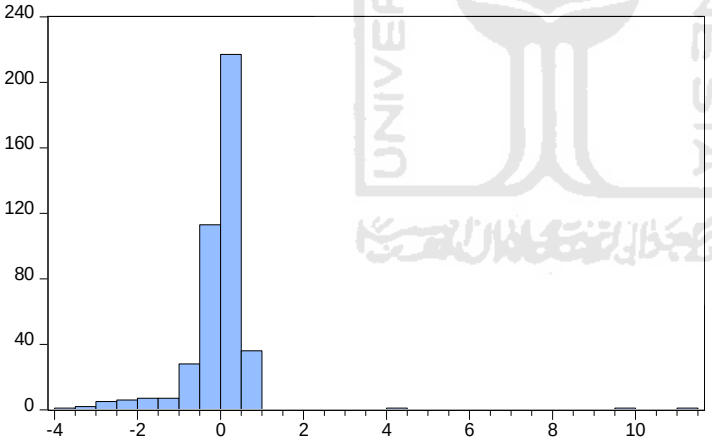
Uji Normalitas MLEV



Series: Standardized Residuals	
Sample 2014 2018	
Observations 425	
Mean	3.21e-17
Median	-0.028054
Maximum	0.794292
Minimum	-0.402089
Std. Dev.	0.183201
Skewness	0.656148
Kurtosis	3.774462
Jarque-Bera	41.11720
Probability	0.000000

Lampiran III

Uji Normalitas BLEV



Series: Standardized Residuals	
Sample 2014 2018	
Observations 425	
Mean	-5.73e-17
Median	0.099866
Maximum	11.22808
Minimum	-3.575128
Std. Dev.	0.998519
Skewness	4.967571
Kurtosis	62.13370
Jarque-Bera	63670.33
Probability	0.000000

Lampiran IV

Pairwise Correlation

	MARKET_L...	SHARIA	PROFITABIL...	SIZE	GROWTH	TANGIBILITAS	NDTS
MARKET_L...	1	-0.2689811...	-0.1479726...	0.34641234...	-0.4131413...	0.02819066...	0.05785826...
SHARIA	-0.2689811...	1	0.08331796...	0.00846284...	-0.1413351...	-0.0571695...	0.05029467...
PROFITABIL...	-0.1479726...	0.08331796...	1	0.11680772...	-0.0009546...	0.04265296...	-0.0032420...
SIZE	0.34641234...	0.00846284...	0.11680772...	1	-0.3974664...	0.00373860...	-0.0431112...
GROWTH	-0.4131413...	-0.1413351...	-0.0009546...	-0.3974664...	1	0.01085820...	-0.0132954...
TANGIBILITAS	0.02819066...	-0.0571695...	0.04265296...	0.00373860...	0.01085820...	1	-0.0200717...
NDTS	0.05785826...	0.05029467...	-0.0032420...	-0.0431112...	-0.0132954...	-0.0200717...	1

	BOOK_LEV...	SHARIA	PROFITABIL...	SIZE	GROWTH	TANGIBILITAS	NDTS
BOOK_LEV...	1	-0.2088838...	-0.3533179...	-0.3165987...	0.62610067...	-0.0445842...	0.01704674...
SHARIA	-0.2088838...	1	0.08331796...	0.00846284...	-0.1413351...	-0.0571695...	0.05029467...
PROFITABIL...	-0.3533179...	0.08331796...	1	0.11680772...	-0.0009546...	0.04265296...	-0.0032420...
SIZE	-0.3165987...	0.00846284...	0.11680772...	1	-0.3974664...	0.00373860...	-0.0431112...
GROWTH	0.62610067...	-0.1413351...	-0.0009546...	-0.3974664...	1	0.01085820...	-0.0132954...
TANGIBILITAS	-0.0445842...	-0.0571695...	0.04265296...	0.00373860...	0.01085820...	1	-0.0200717...
NDTS	0.01704674...	0.05029467...	-0.0032420...	-0.0431112...	-0.0132954...	-0.0200717...	1

Lampiran V

Variance Inflation Factor MLEV

Variance Inflation Factors
Date: 03/28/20 Time: 21:52
Sample: 2014 2018
Included observations: 425

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF
SHARIA	0.000417	3.846484
PROFITABILITAS	0.000280	1.034825
SIZE	5.13E-06	6.048761
GROWTH	6.47E-06	1.279747
TANGIBILITAS	0.001541	2.864190
NDTS	0.002526	1.077235

Lampiran VI

Variance Inflation Factor BLEV

Variance Inflation Factors
Date: 03/28/20 Time: 21:55
Sample: 2014 2018
Included observations: 425

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF
SHARIA	0.012466	3.846484
PROFITABILITAS	0.008359	1.034825
SIZE	0.000153	6.048761
GROWTH	0.000193	1.279747
TANGIBILITAS	0.046068	2.864190
NDTS	0.075482	1.077235

Lampiran VII

Uji Heteroskedastisitas MLEV

Dependent Variable: MLEVRESID^2
Method: Panel Least Squares
Date: 03/29/20 Time: 10:19
Sample: 2014 2018
Periods included: 5
Cross-sections included: 85
Total panel (balanced) observations: 425

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.090373	0.006466	13.97769	0.0000
MLEVFIT	-0.450120	0.030365	-14.82372	0.0000
MLEVFIT^2	0.718564	0.046820	15.34752	0.0000

R-squared	0.369478	Mean dependent var	0.033484
Adjusted R-squared	0.366490	S.D. dependent var	0.055839
S.E. of regression	0.044444	Akaike info criterion	-3.382146
Sum squared resid	0.833558	Schwarz criterion	-3.353543
Log likelihood	721.7060	Hannan-Quinn criter.	-3.370846
F-statistic	123.6434	Durbin-Watson stat	0.813250
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran VIII

Uji Heteroskedastisitas BLEV

Dependent Variable: BLEVRESID^2
Method: Panel Least Squares
Date: 03/29/20 Time: 11:50
Sample: 2014 2018
Periods included: 5
Cross-sections included: 85
Total panel (balanced) observations: 425

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.915443	0.424750	-4.509575	0.0000
BLEVFIT	4.777761	0.635103	7.522809	0.0000
BLEVFIT^2	-0.032664	0.068985	-0.473503	0.6361

R-squared	0.381469	Mean dependent var	0.994694
Adjusted R-squared	0.378538	S.D. dependent var	7.786485
S.E. of regression	6.138310	Akaike info criterion	6.474010
Sum squared resid	15900.48	Schwarz criterion	6.502613
Log likelihood	-1372.727	Hannan-Quinn criter.	6.485310
F-statistic	130.1309	Durbin-Watson stat	2.612288
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran IX

Hasil Regresi MLEV

Dependent Variable: MARKETLEVERAGE
Method: Panel Least Squares
Date: 03/29/20 Time: 14:00
Sample: 2014 2018
Periods included: 5
Cross-sections included: 85
Total panel (balanced) observations: 425
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.108519	0.167576	0.647580	0.5176
SHARIA	-0.163207	0.039601	-4.121230	0.0000
PROFITABILITAS	-0.064594	0.021927	-2.945897	0.0034
SIZE	0.043802	0.016789	2.608968	0.0094
GROWTH	-0.024335	0.011291	-2.155341	0.0317
TANGBILITAS	0.021351	0.070200	0.304148	0.7612
NDTS	0.092088	0.021454	4.292330	0.0000
TAHUN2014	-0.036324	0.021286	-1.706467	0.0887
TAHUN2015	-0.052517	0.022052	-2.381558	0.0177
TAHUN2016	-0.006753	0.019511	-0.346132	0.7294
TAHUN2017	-0.018519	0.013287	-1.393798	0.1641

R-squared	0.347965	Mean dependent var	0.345761
Adjusted R-squared	0.332215	S.D. dependent var	0.226878
S.E. of regression	0.185401	Akaike info criterion	-0.507053
Sum squared resid	14.23059	Schwarz criterion	-0.402176
Log likelihood	118.7488	Hannan-Quinn criter.	-0.465621
F-statistic	22.09349	Durbin-Watson stat	0.413941
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran X

Hasil Regresi Variabel Interaksi MLEV

Dependent Variable: MARKETLEVERAGE
Method: Panel Least Squares
Date: 05/14/20 Time: 11:52
Sample: 2014 2018
Periods included: 5
Cross-sections included: 85
Total panel (balanced) observations: 425
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.

C	0.261917	0.441707	0.592966	0.5535
SHARIA	-0.402156	0.482981	-0.832654	0.4055
PROFITABILITAS	-0.044890	0.024871	-1.804897	0.0718
SIZE	0.020467	0.046069	0.444272	0.6571
GROWTH	-0.019682	0.014306	-1.375768	0.1696
TANGBILITAS	0.122562	0.120649	1.015860	0.3103
NDTS	0.549157	1.075443	0.510633	0.6099
PROFITABILITASSHARIA	-0.169528	0.150164	-1.128948	0.2596
SIZESHARIA	0.035585	0.049412	0.720159	0.4718
GROWTHSHARIA	-0.013144	0.021611	-0.608192	0.5434
TANGSHARIA	-0.141213	0.140557	-1.004664	0.3157
DEPSHARIA	-0.461635	1.075724	-0.429138	0.6680
TAHUN2014	-0.010250	0.022372	-0.458152	0.6471
TAHUN2015	-0.006981	0.021583	-0.323466	0.7465
TAHUN2016	4.62E-05	0.019633	0.002354	0.9981
TAHUN2017	-0.007183	0.022174	-0.323962	0.7461

R-squared	0.385173	Mean dependent var	0.345759
Adjusted R-squared	0.362625	S.D. dependent var	0.226877
S.E. of regression	0.181129	Akaike info criterion	-0.542295
Sum squared resid	13.41835	Schwarz criterion	-0.389745
Log likelihood	131.2376	Hannan-Quinn criter.	-0.482029
F-statistic	17.08188	Durbin-Watson stat	0.433944
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran XI

Hasil Regresi BLEV

Dependent Variable: BOOKLEVERAGE
Method: Panel Least Squares
Date: 03/29/20 Time: 14:02
Sample: 2014 2018
Periods included: 5
Cross-sections included: 85
Total panel (balanced) observations: 425
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.203370	1.126485	1.068252	0.2860
SHARIA	-0.334850	0.199729	-1.676521	0.0944
PROFITABILITAS	-0.924113	0.207113	-4.461888	0.0000
SIZE	-0.058167	0.101866	-0.571015	0.5683
GROWTH	0.250981	0.130965	1.916394	0.0560
TANGBILITAS	-0.267425	0.319689	-0.836516	0.4033
NDTS	0.181142	0.131892	1.373411	0.1704
TAHUN2014	-0.179231	0.142601	-1.256868	0.2095
TAHUN2015	-0.267684	0.182279	-1.468539	0.1427
TAHUN2016	-0.044853	0.053115	-0.844439	0.3989
TAHUN2017	-0.105374	0.109888	-0.958921	0.3382

R-squared	0.532844	Mean dependent var	0.619481
Adjusted R-squared	0.521560	S.D. dependent var	1.460917
S.E. of regression	1.010506	Akaike info criterion	2.884322
Sum squared resid	422.7450	Schwarz criterion	2.989199
Log likelihood	-601.9184	Hannan-Quinn criter.	2.925755
F-statistic	47.22144	Durbin-Watson stat	0.832650
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran XII

Hasil Regresi Variabel Interaksi BLEV

Dependent Variable: BOOKLEVERAGE
Method: Panel Least Squares
Date: 05/14/20 Time: 11:51
Sample: 2014 2018
Periods included: 5
Cross-sections included: 85
Total panel (balanced) observations: 425
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.776622	3.078708	0.901879	0.3677
SHARIA	-2.913035	3.141604	-0.927244	0.3543
PROFITABILITAS	-0.728561	0.256070	-2.845160	0.0047
SIZE	-0.279888	0.334169	-0.837564	0.4028
GROWTH	0.339814	0.120867	2.811476	0.0052
TANGBILITAS	0.005762	0.501568	0.011489	0.9908
NDTS	0.426486	8.055671	0.052942	0.9578
PROFITABILITASSHARIA	0.614093	0.351782	1.745661	0.0816
SIZESHARIA	0.328024	0.337888	0.970805	0.3322
GROWTHSHARIA	-0.327480	0.120535	-2.716889	0.0069
TANGSHARIA	0.024775	0.507325	0.048835	0.9611
DEPSHARIA	-0.399751	8.053417	-0.049637	0.9604
TAHUN2014	0.007920	0.053620	0.147714	0.8826
TAHUN2015	0.069710	0.063943	1.090178	0.2763
TAHUN2016	0.110022	0.076984	1.429151	0.1537
TAHUN2017	-0.010091	0.063456	-0.159023	0.8737

R-squared	0.688730	Mean dependent var	0.619481
Adjusted R-squared	0.677314	S.D. dependent var	1.460918
S.E. of regression	0.829880	Akaike info criterion	2.501850
Sum squared resid	281.6788	Schwarz criterion	2.654399
Log likelihood	-515.6430	Hannan-Quinn criter.	2.562115
F-statistic	60.33151	Durbin-Watson stat	1.118111
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran XIII

Tabel Data Penelitian

Tahun	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017
Emiten	AALI	AALI	AALI	AALI	AALI	ABMM	ABMM	ABMM	ABMM	ABMM	ABMM	ABMM	ABMM	ABMM
Sektor	Agrikultur	Agrikultur	Agrikultur	Agrikultur	Agrikultur	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade
Sharia	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Market leverage	0,145291383	0,204433241	0,209901554	0,165387101	0,236214677	0,583152476	0,625384787	0,605981345	0,680902084	0,680468993	0,510311211	0,076115486		
Book leverage	0,362054101	0,456164001	0,273714191	0,256587127	0,274836163	0,820014194	0,854079084	0,851584715	0,74528184					
Prof	0,208427632	0,085905541	0,087798233	0,121997193	0,087131367	-0,058055358	0,002315238	0,039392468	0,033995751					
Growth	2,129863132	1,77519524	1,030298027	1,294846601	0,888665475	0,586160397	0,511606653	0,55371385	0,349268841					
Size	9,828656242	9,976366198	10,09518172	10,12402772	10,19824454	9,553220605	9,705828983	9,57630206	9,680468993					
Tang	0,44913245	0,435152473	0,413894163	0,40713856	0,380510873	0,588928318	0,620057272	0,612733199	0,510311211					
NDTS	0,028882423	0,030866493	0,032279369	0,034569882	0,033623771	0,087721789	0,090233352	0,091476524	0,076115486					

2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018
ADRO	ADRO	ADRO	ADRO	ADRO	ACES	ACES	ACES	ACES	ACES	ABMM
Mining	Mining	Mining	Mining	Mining	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0
0,404919296	0,404873765	0,690578158	0,519347474	0,529601446	0,042085257	0,060244127	0,045920432	0,045245018	0,054564141	0,613695362
0,390606968	0,399532052	0,419533737	0,437268093	0,491984709	0,20390904	0,207317073	0,182524792	0,195286195	0,198167628	0,709005431
0,12631301	0,139680236	0,090091632	0,055694108	0,076944288	0,230971622	0,218608853	0,235861699	0,235078053	0,242958941	0,160492826
0,574046906	0,587274421	0,187977132	0,404688622	0,436986902	4,641232851	3,233965673	3,79228089	4,12090603	3,433661351	0,446299749
11,53513695	11,43299442	11,38091292	11,31689842	11,2870908	8,579416535	8,395703294	8,224431573	8,091627412	7,988542983	9,420358156
0,227979579	0,221083646	0,236748713	0,246207375	0,252052391	0,083255027	0,081074977	0,157598499	0,139883685	0,157108924	0,470697901
0,033536764	0,031586473	0,032887154	0,037105074	0,034492699	0,01428303	0,01535682	0,017421603	0,02509948	0,026467594	0,092567075

2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014
ANTM	AMRT	AMRT	AMRT	AMRT	AMRT	AKRA	AKRA	AKRA	AKRA	AKRA
Mining	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade
1	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1
0,493076548	0,294841596	0,390817548	0,370566866	0,348880345	0,392714143	0,404614701	0,245495212	0,214885422	0,329284526	0,34211648
0,45876429	0,728490864	0,760239258	0,728099004	0,680816058	0,785091481	0,502156469	0,463234857	0,489892609	0,520686707	0,596917044
-0,008120123	0,063297992	0,047303776	0,06531786	0,075222113	0,083476272	0,046940822	0,0675266	0,074226153	0,088732487	0,071868028
0,471647614	1,742296413	1,185014383	1,236725891	1,270615334	1,214050886	0,73891675	1,423705641	1,789892609	1,060580149	1,147860185
10,00079574	10,00626975	9,994287577	9,876835522	9,628721705	9,546241017	9,900483044	9,730502277	9,669662153	9,629248056	9,601774167
0,394619851	0,248003609	0,275877814	0,294906029	0,307864429	0,288021727	0,246790371	0,2504904	0,288123816	0,29395514	0,296802109
0,033024859	0,058921723	0,057075019	0,056999076	0,061401777	0,05581761	0,014593781	0,020448196	0,021794062	0,023219101	0,020891082

2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015
AUTO	AUTO	ASII	ASII	ASII	ASII	ASII	ANTM	ANTM	ANTM	ANTM
Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri	Mining	Mining	Mining	Mining
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
0,171624995	0,194321044	0,364067689	0,293720668	0,33424421	0,283442831	0,295926014	0,400507794	0,348938619	0,605293441	0,542370591
0,292489016	0,295062587	0,494176281	0,471229105	0,46571194	0,484454132	0,490215185	0,407313997	0,383920837	0,385977786	0,396593754
0,034521236	0,042072323	0,105386831	0,068751142	0,085749747	0,083785931	0,084612484	0,055605597	0,019990671	0,000266836	-0,023092634
1,411744194	1,223365786	0,863198447	1,13311528	0,927616429	1,22472345	1,166331256	0,609679938	0,716332378	0,251692739	0,334629068
9,570738377	9,573593631	12,75046166	12,59691807	12,47554619	12,41078743	12,37170996	10,41349284	10,30941922	10,30831913	10,32074947
0,244577725	0,229833102	0,088770013	0,163716066	0,1651181	0,169910567	0,17476666	0,604335555	0,469514227	0,432207064	0,404104625
0,028663087	0,025938804	0,023103411	0,02202296	0,023799431	0,026907328	0,02770846	0,028133069	0,025754648	0,020346219	0,023257346

2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016
BMTR	BMTR	BMTR	BHIT	BHIT	BHIT	BHIT	BHIT	AUTO	AUTO	AUTO
Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri
1	1	1	0	0	0	0	1	1	1	1
0,406813779	0,356251989	0,262227135	0,875998134	0,833320488	0,821384278	0,731117462	0,671996345	0,401580273	0,28828699	0,345719861
0,434982131	0,422655896	0,374137591	0,565817692	0,573872583	0,562974752	0,572484345	0,526119796	0,291081881	0,271101477	0,278880372
0,070175439	0,073946852	0,096037847	0,071019656	0,013888152	0,041886711	0,03682043	0,057709705	0,05330732	0,048638396	0,037161237
0,634259259	0,763739997	1,052631579	0,080094291	0,114785132	0,122422774	0,210542152	0,256800825	0,433759204	0,669286005	0,527785382
10,11147686	10,18459808	10,14112555	10,94059671	10,94240291	10,92038351	10,88138125	10,76913741	9,673382325	9,59981159	9,589598388
0,107862248	0,066359656	0,248334319	0,251874302	0,226474179	0,179501555	0,175357767	0,159033052	0,113285921	0,238856524	0,246304407
0,050154321	0,045523177	0,041711019	0,025398345	0,025476355	0,023457281	0,02375087	0,023037597	0,027943861	0,030415933	0,031480975

2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017
BYAN	BYAN	BYAN	BYAN	BSDE	BSDE	BSDE	BSDE	BSDE	BMTR	BMTR
Mining	Mining	Mining	Mining	Properti	Properti	Properti	Properti	Properti	Trade	Trade
1	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1
0,201787995	0,245733004	0,322710746	0,284592465	0,49527745	0,331539055	0,286792996	0,295735463	0,299711458	0,718837312	0,608430493
0,41989868	0,771841155	0,816418026	0,779946024	0,418686781	0,364584013	0,364018594	0,386569319	0,343356792	0,506248274	0,489925616
0,503861805	0,09034296	-0,041122362	-0,140959103	0,041553905	0,110160823	0,064661026	0,07070679	0,093516741	0,111295222	0,103632556
1,660991612	2,369133574	1,713457525	1,960625562	0,426671273	0,735087376	0,905254361	0,920576314	0,802267719	0,198011599	0,315302954
9,396072772	9,31289696	9,467846702	9,578518895	10,86093942	10,73533089	10,55299628	10,49188514	10,24473409	10,27394705	10,22897106
0,291919276	0,299638989	0,277189457	0,221991558	0,012974799	0,016778743	0,02149274	0,022291933	0,021575318	0,439553991	0,411135986
0,041026493	0,048646209	0,046919688	0,047124766	0,002571928	0,00291615	0,00336885	0,003248015	0,001990474	0,046775753	0,049794179

2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018
CPIN	CPIN	CPIN	CPIN	CPIN	CMNP	CMNP	CMNP	CMNP	CMNP	BYAN
Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Infra	Infra	Infra	Infra	Infra	Mining
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
0,090223345	0,148245894	0,1907103	0,163576499	0,15197438	0,588180024	0,511122145	0,327035176	0,236308197	0,175891759	0,099681125
0,298534997	0,359636245	0,415096678	0,491087344	0,475409836	0,477935563	0,479415052	0,409978581	0,325682883	0,296904492	0,41080108
0,234689817	0,151537395	0,182490497	0,141306109	0,113459879	0,069018171	0,065666915	0,087564571	0,080168094	0,08418271	0,606240624
3,010309278	2,066307805	1,761485705	2,511100308	2,652813728	0,334631241	0,458550671	0,843643694	1,052529497	1,391090978	3,710351035
10,22720016	10,10732595	10,09427319	10,11391054	9,945684601	9,480214826	9,281357859	8,979290649	8,730205596	8,57508467	9,721065991
0,422680412	0,448943806	0,464096843	0,450615784	0,037388553	0,013895251	0,016207154	0,019906766	0,03329562	0,034541336	0,260066007
0,032193887	0,03348014	0,031730293	0,02775077	0,022097594	2,282485876	2,60497392	0,003149805	0,003070955	0,00415251	0,033663366

2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014
DSSA	DNET	DNET	DNET	DNET	DNET	CTRA	CTRA	CTRA	CTRA	CTRA
Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Properti	Properti	Properti	Properti	Properti
1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
0,356948566	0,105531309	0,134664448	0,00642359	0,004525581	0,000176227	0,520703598	0,441121394	0,397610141	0,410614351	0,510479879
0,356353762	0,377848145	0,222772731	0,012597481	0,007441978	0,000263713	0,51453819	0,512647448	0,508186571	0,502970523	0,509427479
0,006295131	0,02223446	0,018258556	0,046910618	0,049445005	0,048523207	0,06267316	0,05115751	0,06366951	0,091933887	0,096508182
0,64197988	3,202588284	1,431507478	1,948530294	1,636982846	1,49617616	0,473621278	0,649498518	0,76991607	0,721951405	0,488510931
9,692951689	9,583764266	9,296426321	9,028218795	8,978156076	8,933796044	10,44257988	10,36426122	10,27753079	10,17572598	10,05547876
0,425970499	0,057479177	0,047802551	0,023755249	0,009838547	0,001845992	0,090787133	0,098940264	0,104327188	0,112765633	0,10097496
0,020181448	0,00543815	0,003303055	0,001319736	0,00025227	9,69146E-05	0,005336989	0,00551946	0,004884425	0,004912788	0,004252029

2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015
EMTK	EMTK	DUTI	DUTI	DUTI	DUTI	DUTI	DSSA	DSSA	DSSA	DSSA
Trade	Trade	Properti	Properti	Properti	Properti	Properti	Trade	Trade	Trade	Trade
0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
0,045768079	0,102297169	0,242449286	0,167916042	0,138156937	0,194719472	0,176546648	0,716939746	0,802521591	0,577660008	0,531264736
0,120571429	0,179381443	0,255260244	0,211820331	0,195831614	0,242178833	0,221211366	0,553156349	0,468635383	0,425170862	0,471124493
0,116	0,08348001	0,07696567	0,05929078	0,080891457	0,062791214	0,071909272	0,097259604	0,108171521	0,061376896	-0,007610923
2,513828571	1,57415137	0,797579497	1,04964539	1,221626083	1,00155314	1,031779661	0,218395726	0,115318231	0,310851809	0,415673483
9,76995616	9,897720958	9,444779883	9,266248004	9,179056082	9,106534203	8,99019233	10,80047313	10,52083302	10,30878598	10,08217752
0,127028571	0,127131003	0,025075146	0,033286052	0,035390012	0,030729976	0,033025922	0,126926841	0,160059331	0,189264877	0,423869862
0,018171429	0,01740005	0,003005854	0,003498818	0,003920759	0,00454848	0,003115653	0,012111573	0,013942826	0,013702284	0,017312759

2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016
EXCL	EXCL	EXCL	EPMT	EPMT	EPMT	EPMT	EPMT	EMTK	EMTK	EMTK
Infra	Infra	Infra	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade
1	0	0	1	1	1	1	1	1	0	0
0,519356181	0,518731454	0,528504951	0,325330594	0,224835833	0,232889644	0,260890751	0,195858691	0,075238536	0,071894023	0,072930963
0,613651268	0,760519339	0,780852667	0,304494112	0,308956229	0,348102159	0,396768934	0,426332795	0,207989757	0,196226755	0,224283471
0,03071262	0,053344436	0,006718362	0,09973564	0,088080808	0,098631297	0,105231955	0,109531502	0,016440461	0,027196182	0,061346682
0,56791023	0,705594453	0,696621982	0,631458784	1,065185185	1,146606463	1,124055136	1,750403877	2,556414853	2,533162232	2,851001178
10,91319577	10,98264515	11,06203403	9,02665789	8,912607964	8,866017399	8,816853241	8,730690366	9,879450975	10,00825289	9,922113017
0,604452055	0,568044321	0,562882617	0,145998558	0,160942761	0,143502187	0,151771158	0,153957997	0,128962868	0,10509253	0,116166078
0,136039056	0,112449867	0,099488274	0,014900264	0,015757576	0,017355722	0,018526753	0,017932149	0,015877081	0,015174029	0,01663722

2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017
GEMS	GEMS	GEMS	GEMS	FASW	FASW	FASW	FASW	FASW	EXCL	EXCL
Mining	Mining	Mining	Mining	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Infra	Infra
1	1	1	1	1	0	1	1	0	1	1
0,31725561	0,155297979	0,125213771	0,061610679	0,256729734	0,374445813	0,677915261	0,526516906	0,43951748	0,571042185	0,584213274
0,922615327	0,298383918	0,330260835	0,214231064	0,608846329	0,649055395	0,631946872	0,65022165	0,705070776	0,681616996	0,615933666
0,288411051	0,137366969	0,010982546	0,045651619	0,234290926	0,122638489	0,124082489	0,019019019	0,06145852	0,251575165	0,029438398
1,985498187	1,622979898	2,30731516	3,262943127	1,762699498	1,084320632	0,30024467	0,584727585	0,899122021	0,512019857	0,438362245
8,987071813	8,53188474	8,536799721	8,274102002	9,302463661	9,145161646	9,057538782	8,852664928	8,627123251	10,96150352	10,93882275
0,093636705	0,133228222	0,143165327	0,174190258	0,662380301	0,686732842	0,730630316	0,702988703	0,668876545	0,638033083	0,62024822
0,007500938	0,01182499	0,011570896	0,013771997	0,019516644	0,022200875	0,025049516	0,035750036	0,043182225	0,199139083	0,110598178

2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018
GIAA	GIAA	GIAA	GIAA	GIAA	GGRM	GGRM	GGRM	GGRM	GGRM	GEMS
Infra	Infra	Infra	Infra	Infra	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Mining
1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	1
0,903835404	0,814363	0,820949351	0,693893651	0,705889995	0,143972074	0,166566116	0,180990783	0,179191645	0,236203132	0,788643089
0,791773292	0,750880282	0,7297927	0,712752677	0,704334526	0,346802321	0,368070223	0,37149529	0,401495945	0,429251116	0,735876096
-0,023046789	-0,020226917	0,026504968	0,050962528	0,12876549	0,161454188	0,168321874	0,160791727	0,158475711	0,147320508	0,088168396
0,08424162	0,171165884	0,159169206	0,314425878	0,293461917	2,06201427	1,841684267	1,681069403	1,839099284	1,388045345	0,19721532
11,05573539	10,84193109	10,82410889	10,72899982	10,56033375	11,14326659	11,1088444	11,05011192	11,05887392	10,97198422	11,23926463
0,215935298	0,239319249	0,24792401	0,261952213	0,297661637	0,329363069	0,320675864	0,325618338	0,316604992	0,325884576	0,0136473
0,040707042	-0,03806729	0,045124161	0,053349686	0,061647742	0,032765533	0,033598466	0,033120999	0,027509645	0,025644109	0,001183292

2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014
HMSP	HITS	HITS	HITS	HITS	HITS	HERO	HERO	HERO	HERO	HERO
Konsumsi	Infra	Infra	Infra	Infra	Infra	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade
0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
0,051605342	0,294034692	0,24921049	0,246995617	0,245591211	0,47278126	0,365949427	0,290960452	0,296534581	0,221196715	0,218774064
0,524383369	0,729786489	0,763246426	0,787646528	0,855919395	0,858083832	0,371551587	0,293766128	0,270869507	0,351653817	0,342495479
0,482522903	0,09660483	0,096719933	0,083859333	0,065994962	0,066467066	0,019933025	-0,033817737	0,027514358	-0,008331261	0,001446655
9,637033122	1,752187609	2,29941127	2,401262399	2,629219144	0,956886228	0,643756977	0,715876681	0,642580473	1,238124845	1,223025919
10,25343995	7,957527402	7,774015077	7,704361168	7,593374193	7,420578905	8,743691111	8,904222737	8,920923462	8,992433087	9,023408203
0,208562368	0,778438922	0,714045416	0,69657349	0,638287154	0,692215569	0,443629405	0,5850876	0,135701883	0,559686645	0,55575648
0,019943622	0,132656633	0,068544996	0,087917042	0,063979849	0,098802395	0,0668155	0,053646611	0,054093763	0,051728426	0,044364075

2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015
IMAS	IMAS	ICBP	ICBP	ICBP	ICBP	ICBP	HMSP	HMSP	HMSP	HMSP
Aneka Industri	Aneka Industri	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi
0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0
0,621509718	0,55271671	0,101758673	0,101478054	0,116890707	0,117528131	0,142317399	0,024490925	0,019860294	0,018694692	0,019528424
0,730611424	0,713390993	0,339249862	0,357190297	0,35984914	0,383019578	0,396186271	0,24125574	0,209244107	0,196010163	0,157669034
0,041713596	0,042989221	0,187592749	0,165122237	0,168298675	0,150301205	0,125572059	0,364512253	0,37344985	0,376870236	0,367955801
0,444931617	0,577308168	2,994616929	3,162686992	2,718660254	2,875941265	2,387635488	9,609566113	10,3265571	10,2887927	7,916153644
10,12101537	10,0635209	10,44485208	10,36151348	10,27163148	10,1871616	10,12302461	10,74939874	10,6722291	10,65744757	10,54560456
0,184754626	0,197222104	0,312538191	0,256807616	0,246150652	0,246799699	0,233199518	0,156388138	0,159708862	0,162204761	0,165245988
0,021319389	0,020067317	0,02447115	0,021347924	0,020898931	0,02063253	0,018988358	0,020428308	0,020027352	0,017032088	0,017205998

2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016
INDF	INDF	INDF	INCO	INCO	INCO	INCO	INCO	IMAS	IMAS	IMAS
Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Mining	Mining	Mining	Mining	Mining	Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri
1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0
0,406375335	0,451105328	0,435505552	0,11126112	0,150033368	0,244266642	0,148426602	0,205892997	0,843829201	0,859114948	0,74314665
0,378538224	0,530420011	0,520247155	0,144702599	0,167117178	0,175612856	0,198809298	0,23511382	0,747918447	0,704159363	0,738189053
0,100822645	0,080169006	0,083874421	0,038503747	-0,0069604	0,00642119	0,034834378	0,106863657	0,029178366	0,043792829	0,022314985
0,552960791	0,645402968	0,674334986	1,155864923	0,946749561	0,54332631	1,140635886	0,906808555	0,138420217	0,115474104	0,255139859
11,31659423	11,42770521	11,36138139	10,37014183	10,2953945	10,3056472	10,36021595	10,27632616	10,62022918	10,35376668	10,15163586
0,312763161	0,273284621	0,255789057	0,651334149	0,683774834	0,68867262	0,700392678	0,689120777	0,172897082	0,147824701	0,150743183
0,025616375	0,020330825	0,02290023	0,058539491	0,05794702	0,055449651	0,05301159	0,052312567	0,011183006	0,013290837	0,018725861

2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017
INTP	INTP	INTP	INTP	INKP	INKP	INKP	INKP	INKP	INDF	INDF
Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Konsumsi	Konsumsi
1	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1
0,070608872	0,046534562	0,039362435	0,052737893	0,431700074	0,919689517	0,912575712	0,91419137	0,869740467	0,42755641	0,323294012
0,149222188	0,133034826	0,136442579	0,141912477	0,569004837	0,57851839	0,590123671	0,627309617	0,630574976	0,400810052	0,378034774
0,064927416	0,120862355	0,182936537	0,206827309	0,102159829	0,078943806	0,041710397	0,046470431	0,029470154	0,0947098	0,099466676
1,964140942	2,725804312	3,329871915	2,54898906	0,74905108	0,050518235	0,056533547	0,058881084	0,094440129	0,536633622	0,791287142
10,27031578	10,3139402	10,22694692	10,27104309	11,74975888	11,546631	11,43413114	11,48343486	11,30342591	11,47768163	11,38439867
0,518968922	0,485671642	0,499782908	0,420405761	0,449500091	0,502426809	0,587819049	0,609182854	0,674089693	0,439085532	0,338723433
0,040570973	0,032669983	0,034192054	0,030397452	0,033411456	0,038625904	0,042154009	0,042093229	0,043724337	0,029066576	0,024266821

2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018
ITMG	ITMG	ITMG	ITMG	ITMG	ISAT	ISAT	ISAT	ISAT	ISAT	INTP
Mining	Mining	Mining	Mining	Mining	Infra	Infra	Infra	Infra	Infra	Industri Dasar
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
0,189921513	0,221532683	0,385660019	0,214424599	0,136347789	0,71214937	0,505614015	0,550888845	0,656843024	0,633965817	0,062832845
0,327780969	0,29477916	0,249846192	0,291725623	0,312611449	0,771599014	0,707546239	0,721114127	0,760525746	0,733428475	0,164315532
0,252153935	0,264518933	0,157438169	0,135035374	0,19627375	0,144319615	0,079587849	0,254002911	0,042644616	0,01261877	0,038649777
1,398094965	1,035855924	0,39799434	1,068778837	1,980138966	0,311880163	0,691833955	0,587887014	0,39732433	0,423461148	2,450806103
9,94712159	9,820486306	9,696094311	9,696155833	9,696647868	10,8806664	10,83291166	10,83639939	10,92211824	10,8828282	10,23235955
0,157524411	0,163742055	0,184939092	0,216056598	0,218471377	0,694386421	0,708454235	0,768676974	0,755055247	0,765670184	0,52673816
0,034606548	0,035855924	0,043435462	0,044663181	0,045440571	0,153917085	0,173407552	0,176029742	0,158048675	0,154129267	0,046027062

2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014
JSMR	JRPT	JRPT	JRPT	JRPT	JRPT	JPFA	JPFA	JPFA	JPFA	JPFA
Infra	Properti	Properti	Properti	Properti	Properti	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar
0	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0
0,38872189	0,337160386	0,35386681	0,258809059	0,193730266	0,240436404	0,347847318	0,40481824	0,593355761	0,521769928	0,445254852
0,641366105	0,364955887	0,695629223	0,421617162	0,453417788	0,520945542	0,556558729	0,53547041	0,513064256	0,643918643	0,663636364
0,095551998	0,105967176	0,132284628	0,13107025	0,125758775	0,117145422	0,166811355	0,107881259	0,151680432	0,100646891	0,082517483
1,008569545	0,71748411	1,270164696	1,207449316	1,887041436	1,645721125	1,043449952	0,787272382	0,351618098	0,590185908	0,826827718
10,36901242	9,263027694	9,156095357	9,045937316	8,933004592	8,80747189	10,04490031	9,956459437	9,865318286	9,750278096	9,663324996
0,022004583	0,012617399	0,012668919	0,010018859	0,011480602	0,006283662	0,34443094	0,395770106	0,390213495	0,396759718	1,343293071
0,004080736	0,946968978	0,957981419	0,000825083	0,000659805	0,000598444	0,033032381	0,032198407	0,032465846	0,032635934	0,029688493

2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015
KRAS	KRAS	KLBF	KLBF	KLBF	KLBF	KLBF	JSMR	JSMR	JSMR	JSMR
Industri Dasar	Industri Dasar	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Infra	Infra	Infra	Infra
0	0	1	1	1	1	1	1	0	0	1
0,775327421	0,73107652	0,042212648	0,03690142	0,042730944	0,031139172	0,042581699	0,657275359	0,659883279	0,511211996	0,336883602
0,516986157	0,65675659	0,157114516	0,163757824	0,181400236	0,20129965	0,209738431	0,754920042	0,7681584	0,694579439	0,663190284
-0,049578038	-0,027100606	0,17689849	0,190057776	0,196440299	0,194509346	0,221649899	0,065701667	0,058692797	0,077850467	0,094679229
0,149811047	0,2415852	3,56486278	4,273952817	4,063772494	6,263215537	4,715814889	0,393639739	0,395923831	0,66411215	1,305413354
10,8409721	10,38356527	9,80620543	9,718121366	9,630759772	9,524859098	9,427465851	11,31955914	11,27963056	10,88743693	10,51118577
0,637210942	0,422317782	0,344538741	0,321497352	0,299159333	0,287529206	0,273963783	0,009039288	0,013069502	0,016523364	0,024861126
0,019933034	0,02716248	0,023476248	0,024253731	0,026073821	0,025627921	0,024788732	0,001019195	0,002310839	0,002934579	0,003757761

2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016
LPPF	LPPF	LPPF	LPKR	LPKR	LPKR	LPKR	LPKR	KRAS	KRAS	KRAS
Trade	Trade	Trade	Properti	Properti	Properti	Properti	Properti	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar
1	1	0	1	1	1	1	1	0	0	1
0,055244858	0,059782609	0,091431483	0,754012518	0,618259931	0,49623521	0,487692341	0,489213183	0,823765172	0,672852249	0,859072476
0,61815562	0,715608125	0,947769953	0,488595752	0,474018883	0,515930969	0,542225234	0,532665978	0,581173787	0,549667211	0,532679183
0,521407987	0,600925688	0,61120892	0,017005983	0,020802508	0,039778085	0,036054784	0,100844787	-0,000771171	0,01232486	0,001096553
10,57122273	11,25456416	9,418133803	0,159398466	0,29267949	0,523759402	0,569592992	0,556155822	0,124335267	0,267253906	0,087383964
8,48838211	8,265907334	8,133880888	10,81589074	10,94679853	10,72772878	10,62924712	10,5390321	11,03880136	10,92847124	10,87602628
0,201523261	0,225250707	0,212734742	0,108360439	0,067885577	0,063636164	0,066084305	0,084955377	0,66331957	0,637878761	0,623466243
0,053725813	0,061712522	0,066901408	0,012106975	0,009705489	0,010021271	0,011421381	0,008924552	0,015198496	0,016774008	0,018717032

2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017
MASA	MASA	MASA	MASA	MAPI	MAPI	MAPI	MAPI	MAPI	LPPF	LPPF
Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
0,636616828	0,530174927	0,474952355	0,465043322	0,324170944	0,444816054	0,542782495	0,435775516	0,399539625	0,137411423	0,065591125
0,487484566	0,443969727	0,422652938	0,400282885	0,520028499	0,628621444	0,700084246	0,686247627	0,699401335	0,639197776	0,570849456
0,003479627	-0,001342773	-0,034039976	0,010415327	0,113917036	0,098030635	0,080969765	0,058742881	0,060557219	0,31096108	0,437810945
0,278257941	0,393432617	0,467231981	0,460460332	1,084151362	0,784595186	0,589721988	0,888525628	1,05111674	4,012509929	8,132301456
9,094817281	9,010913347	9,018574356	8,958925939	9,443988556	9,343559216	9,276408972	9,157150543	9,069467813	8,524367395	8,599141774
0,668761926	0,668701172	0,6654149	0,670181304	0,274778341	0,271597374	0,246747168	0,257013288	0,293345614	0,248014297	0,179288741
0,048265799	0,060668945	0,063840097	0,058891603	0,060322989	0,059606127	0,058316952	0,061063067	0,06309003	0,061159651	0,053989313

2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018
MLBI	MLBI	MLBI	MLBI	MLBI	MKPI	MKPI	MKPI	MKPI	MKPI	MASA
Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Properti	Properti	Properti	Properti	Properti	Aneka Industri
0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1
0,047167484	0,055148462	0,077625327	0,05031494	0,062166172	0,072354476	0,085234723	0,153251839	0,165593006	0,192903862	0,597287362
0,595707857	0,575697211	0,639120879	0,635238095	0,751232631	0,253281963	0,333186878	0,437991531	0,50429147	0,49884152	0,505796479
0,572516442	0,625896414	0,603076923	0,447619048	0,513671	0,144406393	0,175454013	0,183000605	0,158696795	0,13253012	-0,01266638
12,03392177	9,863346614	7,594285714	11,99	11,33303451	3,247288813	3,575864089	2,41999395	2,541075495	2,087117702	0,341026191
7,9686657	7,828038032	7,729735331	7,649692624	7,710205194	8,854807633	8,828787084	8,796641459	8,649799156	8,370084326	9,139488631
0,527518172	0,543426295	0,561758242	0,602857143	0,589421784	0,551940639	0,454745167	0,406684815	0,28025924	0,072984245	0,598969515
0,073727934	0,090438247	0,085714286	0,092380952	0,071268489	0,019549087	0,018599883	0,019509982	0,022771063	0,029888786	0,044869043

2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014
MPPA	MPMX	MPMX	MPMX	MPMX	MPMX	MNCN	MNCN	MNCN	MNCN	MNCN
Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade
1	1	1	0	0	0	1	1	0	1	1
0,221998509	0,433233206	0,582905983	0,809581988	0,721594947	0,603318983	0,331393996	0,173375124	0,152141897	0,11919452	0,102241304
0,510897546	0,26567864	0,525154004	0,621532896	0,631146409	0,622867384	0,348613746	0,349007106	0,333731301	0,339021694	0,309721508
0,122018191	0,040860755	0,081724846	0,056009648	0,049171271	0,062150538	0,166840076	0,159726373	0,150150994	0,147574962	0,19097656
1,790458212	0,347567613	0,375770021	0,14618786	0,243508287	0,40953405	0,703347818	1,664010095	1,859821617	2,505250795	2,719597325
8,670257567	9,387900612	9,183996397	9,610859938	9,580523666	9,543234787	9,701310167	9,619598278	9,563739958	9,580109215	9,518486618
0,218294148	0,23712635	0,348049281	0,235830095	0,231422652	0,230394265	0,339127242	0,352394235	0,338787836	0,28637557	0,195385407
0,044791488	0,033408691	0,040965092	0,028272813	0,029350829	0,029175627	0,025154538	0,026831374	0,019032235	0,014370596	0,012859137

2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015
PBRX	PBRX	MYOR	MYOR	MYOR	MYOR	MYOR	MPPA	MPPA	MPPA	MPPA
Aneka Industri	Aneka Industri	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Trade	Trade	Trade	Trade
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
0,488909716	0,608340888	0,12950876	0,170500677	0,196169147	0,247473731	0,210236729	0,721072344	0,34821063	0,30320886	0,176556225
0,512442698	0,441544198	0,514353931	0,506872276	0,515167931	0,541967907	0,601496453	0,760815308	0,783489958	0,637367557	0,558786146
0,038637852	0,03663084	0,14933773	0,16493463	0,179151834	0,164168577	0,086580507	-0,193219634	-0,287267367	0,026413968	0,042580235
0,535690897	0,284272867	3,457222443	2,465973852	2,110973534	1,648033856	2,259547177	0,294301165	1,466556108	1,46470676	2,606132825
8,717354666	8,42485858	9,775142687	9,610122697	9,466686564	9,336267929	9,239025006	8,478036476	8,599141774	8,810012048	8,747352078
0,277341192	0,20662426	0,242055597	0,26738183	0,298637982	0,332392876	0,348362647	0,228161398	0,273816105	0,041486345	0,232125834
0,025540275	0,022373327	0,031209141	0,036138116	0,039777124	0,041262564	0,039840637	0,068427621	0,065413672	0,051484853	0,048776613

2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016
PLIN	PLIN	PLIN	PGAS	PGAS	PGAS	PGAS	PGAS	PBRX	PBRX	PBRX
Properti	Properti	Properti	Infra	Infra	Infra	Infra	Infra	Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri
1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1
0,139393939	0,145287622	0,241992883	0,557079517	0,394590795	0,425218751	0,247730764	0,271646301	0,57170333	0,606132699	0,519342872
0,501526385	0,484478698	0,478873239	0,596696472	0,499034918	0,536118402	0,534587826	0,523266943	0,567203339	0,590446762	0,561604585
0,122328827	0,117533719	0,10915493	0,08127479	0,059741475	0,064994609	0,087055515	0,157992757	0,062969589	0,048796189	0,04226361
3,096380288	2,850139156	1,5	0,474418969	0,765654793	0,724687714	1,623350968	1,403013451	0,424925462	0,38367452	0,519770774
8,430763463	8,449128461	8,42156296	11,65240911	11,3560962	11,42761809	11,40308828	11,25570793	9,034199674	8,957639268	8,850804196
0,174662015	0,176193535	0,187940141	0,360413332	0,271146985	0,267569128	0,296959754	0,399818934	0,196899225	0,211535986	0,237535817
0,02202355	0,020338257	0,020026408	0,032513395	0,031596186	0,02104048	0,021875488	0,028310916	0,026833631	0,024719969	0,03252149

2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017
PTPP	PTPP	PTPP	PTPP	PTBA	PTBA	PTBA	PTBA	PTBA	PLIN	PLIN
Properti	Properti	Properti	Properti	Mining	Mining	Mining	Mining	Mining	Properti	Properti
1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1
0,538272088	0,521326531	0,447271798	0,685110438	0,137018606	0,221336073	0,434874519	0,208888401	0,207165267	0,239972294	0,174988021
0,659087645	0,654328893	0,732381849	0,836424612	0,326907165	0,372356392	0,431901378	0,45015982	0,414596273	0,755700972	0,787238629
0,060432722	0,063012295	0,083490171	0,085962631	0,259928843	0,26824942	0,136197244	0,142890967	0,155954631	0,088241126	0,116404397
0,565363075	0,600794057	0,905060644	0,384436384	2,058952507	1,309955883	0,561261843	1,704865633	1,58668647	2,393416617	3,711575771
10,6402209	10,34919849	9,858908509	9,589529949	10,09295022	9,998206649	9,829625704	9,734713808	9,603192942	8,525756422	8,442254105
0,138552487	0,133741035	0,15626307	0,033741701	0,270850571	0,281939328	0,327680879	0,330235587	0,269173643	0,154868134	0,169433067
0,007036523	0,003265881	0,004130071	0,003832729	0,026270065	0,027243371	0,017549526	0,016455546	0,010532001	0,017053341	0,019185169

2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018
RALS	RALS	RALS	RALS	RALS	PWON	PWON	PWON	PWON	PWON	PTPP
Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Properti	Properti	Properti	Properti	Properti	Properti
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
0,132988722	0,141352774	0,246281303	0,181127666	0,136989445	0,281268112	0,279720465	0,287826839	0,273180166	0,394927873	0,793048351
0,269883654	0,285422204	0,281471917	0,271097508	0,262187088	0,387960668	0,452393184	0,466963336	0,496431995	0,50608229	0,68948981
0,115582682	0,076875895	0,079190876	0,054656756	0,065436978	0,138700136	0,119616406	0,109316049	0,12125892	0,112939773	0,072465699
1,759488842	1,73379677	0,861415967	1,225623087	1,651734739	0,991366216	1,164911379	1,155412596	1,320800937	0,775372689	0,179927306
8,564649133	8,495152061	8,443977129	8,428143375	8,423761247	10,12735084	10,05869482	9,936632151	9,840441251	9,727346855	10,86950135
0,222010299	0,2525046	0,26016785	0,291429821	0,301932367	0,069230154	0,071966778	0,082180517	0,077590798	0,057483602	0,125692211
0,033377837	0,037415661	0,040025823	0,040445999	0,043039087	0,004117036	0,004366812	0,003482635	0,002609437	0,002325581	0,009457839

2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014
SMAR	SILO	SILO	SILO	SILO	SILO	SCMA	SCMA	SCMA	SCMA	SCMA
Agrikultur	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade
1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1
0,371809874	0,224853037	0,082929038	0,087467784	0,072875205	0,097757332	0,036378335	0,023377863	0,023987425	0,021996293	0,03154017
0,626761225	0,178970626	0,168773038	0,257651246	0,416945747	0,418424754	0,168621701	0,181987001	0,231120332	0,252135816	0,264382403
0,100084539	0,024824539	0,028830964	0,052431791	0,052913597	0,04676512	0,315575106	0,32906221	0,415560166	0,441182913	0,405245347
1,058942326	0,616974266	1,866377041	2,68801898	5,30442063	3,861814346	4,466601499	7,602599814	9,403941909	11,21051479	8,118020305
9,966086694	8,948196083	8,935377072	8,34640487	8,001689978	7,952966791	8,722254235	8,59137259	8,480529207	8,426173793	8,461257559
0,420157806	0,530283338	0,346366509	0,401660735	0,520093771	0,558720113	0,170902574	0,191086351	0,200414938	0,210733844	0,160956007
0,019537855	0,060436704	0,053580832	0,085172005	0,112525117	0,093881857	0,025741284	0,027669452	0,028215768	0,027820372	0,023054146

2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015
SMCB	SMCB	SMBR	SMBR	SMBR	SMBR	SMBR	SMAR	SMAR	SMAR	SMAR
Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Agrikultur	Agrikultur	Agrikultur	Agrikultur
1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	1
0,346334036	0,326104604	0,070494211	0,056577184	0,303406326	0,078209543	0,829615243	0,603651417	0,558780944	0,569240109	0,412485164
0,512152878	0,490607735	0,372697725	0,325296443	0,285485348	0,097307222	0,546356471	0,582088025	0,583357912	0,609808347	0,6818049
0,052479649	0,075079965	0,044600939	0,037944664	0,075091575	0,150856793	0,018943584	0,053940635	0,057771715	0,055277151	0,042451058
0,966630102	1,013841233	4,914228964	5,4243083	0,655448718	1,146878825	0,112209624	0,382190379	0,460625277	0,461459011	0,971114914
9,759674917	9,752373923	8,619388704	8,529121762	8,382060517	8,091933456	10,27256526	10,28568403	10,20817422	10,17126024	10,08401584
0,832919577	0,843152079	0,72444926	0,759683794	0,796703297	0,240820073	0,019254701	0,404708291	0,424421177	0,427106844	0,448136244
0,053114716	0,040476883	0,026363308	0,02944664	0,020604396	0,027845777	0,033324115	0,027601501	0,026065477	0,023717532	0,021622073

2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016
SMRA	SMRA	SMRA	SMGR	SMGR	SMGR	SMGR	SMGR	SMCB	SMCB	SMCB
Properti	Properti	Properti	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar
1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1
0,34690518	0,338611413	0,454770095	0,238303488	0,25386144	0,167970961	0,100296808	0,099858433	0,602439264	0,643104787	0,605474207
0,607592504	0,598517966	0,610312764	0,360043007	0,378306068	0,308664586	0,280764291	0,271346972	0,656238281	0,633241618	0,592116581
0,067707833	0,095479262	0,120879121	0,095435441	0,068092233	0,119025008	0,156711137	0,208515475	0,002089248	0,011107714	0,010372919
1,143873138	1,169047873	0,731712075	1,150816147	1,111900823	1,528942251	2,518569968	2,445969575	0,433063695	0,351421584	0,385821991
9,943188919	9,839375607	9,640758221	10,84261552	10,79882019	10,69706813	10,54935967	10,44330871	9,834512538	9,884610497	9,891566782
0,021672273	0,022390447	0,023798687	0,640172026	0,66423626	0,697463031	0,659633581	0,589293	0,82862806	0,81519413	0,840358245
0,004565113	0,004691332	0,00435659	0,031766201	0,039866838	0,037014426	0,037402039	0,036777991	0,055874002	0,052175685	0,057126954

2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017
SRIL	SRIL	SRIL	SRIL	SMSM	SMSM	SMSM	SMSM	SMSM	SMRA	SMRA
Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri	Properti	Properti
0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1
0,704001108	0,533625637	0,697474798	0,559860856	0,074362201	0,097801848	0,089544307	0,102271235	0,107938218	0,601046988	0,410449372
0,629292742	0,650322175	0,646677772	0,666513287	0,232059979	0,251330332	0,299023957	0,350900901	0,343624929	0,611056269	0,614347706
0,112864303	0,121876473	0,125023135	0,134936156	0,296679757	0,295538273	0,296362023	0,271171171	0,323613493	0,066869823	0,061859477
0,264587587	0,568363979	0,280492319	0,523984815	2,88861121	2,318460909	3,040372671	3,08018018	2,839908519	0,405596807	0,882420829
9,690356211	9,451402424	9,287856814	9,070273383	7,937731775	7,800982071	7,720461695	7,705262475	7,466799475	10,05616572	9,983314852
0,458263721	0,548247682	0,590782898	0,461635799	0,267404498	0,279574294	0,291925466	0,321621622	0,281303602	0,016138032	0,019434955
0,023637151	0,020980669	0,025171201	0,020016105	0,042484827	0,045026607	0,048358474	0,051801802	0,061749571	0,004120349	0,004801034

2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018
SSMS	SSMS	SSMS	SSMS	SSMS	SRTG	SRTG	SRTG	SRTG	SRTG	SRIL
Agrikultur	Agrikultur	Agrikultur	Agrikultur	Agrikultur	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Aneka Industri
0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	0
0,370317224	0,29463105	0,166412351	0,198959491	0,116202761	0,271673651	0,313746748	0,346841979	0,271988328	0,267974591	0,635723531
0,639695467	0,578821573	0,517732477	0,564893159	0,254712302	0,206274237	0,163017763	0,230031058	0,312556134	0,29161314	0,621532699
0,054621105	0,123350307	0,124825468	0,126918113	0,23139881	-0,376702794	0,073754178	0,292028351	0,039698222	0,031443078	0,118647499
1,08773017	1,385742492	2,593409662	2,274343898	1,937251984	0,552997912	0,35656615	0,433184678	0,836596611	0,796598764	0,356144969
9,33220396	9,171911345	8,876544551	8,849800827	8,30201781	9,909171369	10,18975613	10,13118074	9,723223877	9,701799673	9,891212522
0,405364731	0,201288579	0,244205529	0,329556862	0,14781746	0,000198866	0,000150212	0,000238911	0,071193342	0,0703493	0,479044341
0,010800283	0,012470124	0,017872103	0,015918543	0,021329365	4,97166E-05	3,7553E-05	3,98184E-05	0,005808035	0,005199731	0,038064386

2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014
TFCO	TELE	TELE	TELE	TELE	TELE	TBIG	TBIG	TBIG	TBIG	TBIG
Aneka Industri	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Infra	Infra	Infra	Infra	Infra
1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
0,213050571	0,453239609	0,458751983	0,477411361	0,397016849	0,425888325	0,499450139	0,498265742	0,43836572	0,313107154	0,391540178
0,154264115	0,533517208	0,594925134	0,609738284	0,604938272	0,50169424	0,873595988	0,875561633	0,931202371	0,930216238	0,812471635
0,012284432	0,119918455	0,117842039	0,123432745	0,108866442	0,106039466	0,108267784	0,117679234	0,126037257	0,116671784	0,113687937
0,569808646	0,64360235	0,70190879	0,667437614	0,918771044	0,676300578	0,875519527	0,881656574	1,193056732	2,04070354	1,262594173
8,350666241	9,028698584	9,076694687	9,01371703	8,871785969	8,520587424	10,27894009	10,1501523	10,06984909	10,03447195	10,00034199
0,709662178	0,015229644	0,015430335	0,018502739	0,022867565	0,028702412	0,751485591	0,773510451	0,018162574	0,02342208	0,021466824
0,043231751	0,002758124	0,003086067	0,003408399	0,003647587	0,003986446	0,008484182	0,009494042	0,001439458	0,000964955	0,00154307

2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015
TOTO	TOTO	TLKM	TLKM	TLKM	TLKM	TLKM	TFCO	TFCO	TFCO	TFCO
Industri Dasar	Industri Dasar	Infra	Infra	Infra	Infra	Infra	Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri	Aneka Industri
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
0,193858751	0,172488609	0,197768973	0,177122604	0,191362379	0,201210388	0,201738554	0,104746752	0,091077037	0,086489899	0,085912824
0,388273883	0,392205229	0,431109236	0,435067814	0,41237452	0,437766665	0,388729196	0,084763948	0,109897459	0,094919169	0,093901036
0,16195162	0,192402565	0,188388718	0,221342778	0,218221601	0,195085844	0,208502786	-0,000643777	0,017833259	0,014549654	-0,000690449
1,614596146	1,881598421	1,748753613	2,021241007	1,742565878	1,737899659	1,53816672	0,724463519	1,09674543	1,002540416	0,999079402
7,799343398	7,614312146	12,23658245	12,19846377	12,09854868	12,02078469	11,85577021	8,446770727	8,408716715	8,373322821	8,376781038
0,358753588	0,398125308	0,694717647	0,655826162	0,63747766	0,624048431	0,672905355	0,642918455	0,646901471	0,702078522	0,742232451
0,035260353	0,034040454	0,097586762	0,103010822	0,103178536	0,111534365	0,110954966	0,046781116	0,044360232	0,046420323	0,048101266

2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016
TPIA	TPIA	TPIA	TOWR	TOWR	TOWR	TOWR	TOWR	TOTO	TOTO	TOTO
Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar	Infra	Infra	Infra	Infra	Infra	Industri Dasar	Industri Dasar	Industri Dasar
1	1	1	0	1	0	0	0	1	1	1
0,539525049	0,577107814	0,572838859	0,374811652	0,241994729	0,228022109	0,244958006	0,309307535	0,227582961	0,180513475	0,128448171
0,463786353	0,52380211	0,548060849	0,650071867	0,621489101	0,572027972	0,641436309	0,729039745	0,33379358	0,400566171	0,409531189
0,203404642	0,049083337	0,033182882	0,165076876	0,182380216	0,172707293	0,210450131	0,119466202	0,154642734	0,131988677	0,102673382
0,395833333	0,383830914	0,408684386	1,08432423	1,946703619	1,936623377	1,97711991	1,627966348	1,132896099	1,818471338	2,778767919
10,26144168	10,15389601	10,0828046	10,0414653	9,839642124	10,1276306	9,971893585	9,754697479	7,971430998	7,946617563	7,8559322
0,618393456	0,702347125	0,594617185	0,696023346	0,671534403	0,00951049	0,007330968	0,718944009	0,252675181	0,285208776	0,341340566
0,035130034	0,034214316	0,033015714	0,02456553	0,047646965	0,001238761	0,001167352	0,044618509	0,029685882	0,032908705	0,035645099

2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017
TRIO	TRIO	TRIO	TRIO	TRAM	TRAM	TRAM	TRAM	TRAM	TPIA	TPIA
Trade	Trade	Trade	Trade	Infra	Infra	Infra	Infra	Infra	Industri Dasar	Industri Dasar
0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	1
0,286987122	0,431869705	0,541603745	0,521240938	0,208401566	0,814343708	0,808040993	0,542455984	0,126658012	0,188056967	0,208332361
14,40977444	16,83488372	8,910559006	0,737916575	0,355434123	0,531578482	0,943396226	0,85885674	0,631578947	0,442215211	0,441353068
-0,281954887	-0,846511628	-10,68944099	0,11928934	0,041287189	0,003003268	-0,016106765	0,329922371	-0,072896144	0,104950495	0,155444639
35,80075188	22,14651163	7,541614907	0,677775326	1,350091075	0,121190708	0,224114128	0,724417784	4,354911343	1,909280818	1,677151541
5,583496309	6,063785209	6,690842277	9,111845125	9,016148643	9,334414687	7,68386398	7,94944442	8,175547596	10,73541794	10,60834095
0,180451128	0,188372093	0,130434783	0,013683514	0,346326655	0,268615847	0,593649333	0,5649259	0,578103012	0,544184528	0,484593907
0,078947368	0,065116279	0,049689441	0,004745089	0,054401943	0,015104673	0,055223194	0,072688779	0,062763862	0,025786095	0,02656223

2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018
UNTR	UNTR	UNTR	UNTR	UNTR	TURI	TURI	TURI	TURI	TURI	TRIO
Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0
0,324857533	0,304619785	0,252594747	0,257667867	0,234525365	0,284991956	0,242876526	0,391494002	0,369796528	0,379563575	0,40432363
0,509360945	0,42210255	0,333921958	0,363995787	0,360147283	0,410936205	0,425878477	0,432790838	0,454253612	0,456587582	19,57512953
0,140882861	0,121842406	0,104795987	0,134035486	0,106349101	0,126263463	0,125183016	0,153707052	0,10043568	0,091620394	-0,264248705
1,058590827	0,963567625	0,988045194	1,048659159	1,17549592	1,030985915	1,327598829	0,672694394	0,774134373	0,746340232	28,83937824
11,66376495	11,31766455	11,06649773	11,03028229	11,0069547	8,705331134	8,605936401	8,512582579	8,380456668	8,284504227	5,262690189
0,21141889	0,199046948	0,188651529	0,205120311	0,225983547	0,374813587	0,373169839	0,373719108	0,406558129	0,414941949	0,18134715
0,03976574	0,042595609	0,051382226	0,060390505	0,064983746	0,04059652	0,036603221	0,053445851	0,060765879	0,053508329	0,088082902

2014	2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015	2014
WIKA	VIVA	VIVA	VIVA	VIVA	VIVA	UNVR	UNVR	UNVR	UNVR	UNVR
Properti	Trade	Trade	Trade	Trade	Trade	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi	Konsumsi
1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1
0,529921985	0,735906079	0,502282642	0,505526189	0,339654304	0,435411471	0,032216213	0,044328805	0,040906944	0,042362377	0,046529624
0,687150487	0,789007976	0,640408744	0,615564658	0,652271995	0,567251462	0,611822559	0,726330266	0,719080322	0,693114629	0,677941176
0,087967326	0,007103689	0,091320657	0,110590989	0,08411215	0,125243665	0,628931462	0,502221517	0,519976112	0,504736474	0,543557423
0,609550738	0,283150548	0,634588022	0,602106495	1,268127618	0,73554256	18,37931564	15,65873268	16,859361	15,66844682	13,89215686
9,67501734	8,99019233	8,952993499	8,829958044	8,733271845	8,725182495	9,879297314	9,847234611	9,725854985	9,663261421	9,566615236
0,168143261	0,099825523	0,108524124	0,122732592	0,138092169	0,152696556	0,544360209	0,55125357	0,569065393	0,528959247	0,514565826
0,011938423	0,011714855	0,012546889	0,014774722	0,016919111	0,015269656	0,038623092	0,033428541	0,03159152	0,03070761	0,024789916

2018	2017	2016	2015	2014	2018	2017	2016	2015
WSKT	WSKT	WSKT	WSKT	WSKT	WIKA	WIKA	WIKA	WIKA
Properti	Properti	Properti	Properti	Properti	Properti	Properti	Properti	Properti
0	1	1	1	1	1	1	1	1
0,805395559	0,684628211	0,663294562	0,590321749	0,713035163	0,774333266	0,59461892	0,533920933	0,384947815
0,767764549	0,767557076	0,726919007	0,67979808	0,772843247	0,709319602	0,679705799	0,598051196	0,722528313
0,070808981	0,077910006	0,053447293	0,05146986	0,071679158	0,064730711	0,048136068	0,066857474	0,077186001
0,185511814	0,353572705	0,369002849	0,471774061	0,311034923	0,206719568	0,463389007	0,522060715	1,154423018
11,73118511	11,49165075	11,0255722	10,31919998	9,436838291	10,98918345	10,72948152	10,34483447	9,883386881
0,057005732	0,048439655	0,053317053	0,063446501	0,049513634	0,078929596	0,102335661	0,111429123	0,162432405
0,005120949	0,005352674	0,003207163	0,004685077	0,002950088	0,004913051	0,01195193	0,009100849	0,013876135