

Bukti Empirik Kajian Struktur Modal

Nur Azura Sanusi

ABSTRAK

Kajian awal struktur modal diperkenalkan oleh Modigliani dan Miller (1958). Kemudian, kajian lanjutan dilakukan oleh beberapa pengkaji seperti Haris dan Raviv (1991), Rajan dan Zingales (1995) dan Booth et al. (2001), yang memfokuskan kepada penentuan struktur modal firma. Kepelbagaian kajian meliputi isu faedah cukai sehingga kepada kos pembiayaan hutang. Bukti empirikal juga telah diaplikasikan kepada pelbagai negara dengan capaian data yang lebih baik dan mengambilkira perbezaan persekitaran perundangan dan perakaunan. Namun begitu, kajian ini masih relevan terutamanya dalam mengkaji faedah zakat dan penggunaan pembiayaan hutang dan ekuiti Islam kepada struktur modal firma.

Kata kunci: struktur modal; zakat; cukai; kos agensi; maklumat taksimetri

ABSTRACT

The pioneering works of capital structure was introduced by Modigliani and Miller (1958). Then, the subsequent studies for example Haris and Raviv (1991), Rajan and Zingales (1995) and Booth et al. (2001), focus on the determinants of firm's capital structure. The empirical evidence has also been applied to different countries with a good data access and different legal and accounting environments. However, this study is still relevant especially on the advantages of wealth tax, and the utilization of Islamic debt and equity financing to the firm's capital structure.

PENGENALAN

Firma yang mengalami kekurangan dana untuk menjana aktiviti sedia ada atau tambahan boleh menggunakan pelbagai sumber kewangan yang terdiri daripada dana dalaman atau dana luaran. Dana dalaman boleh dijana

daripada beberapa sumber kewangan seperti modal sendiri dan keuntungan tertahan. Manakala penerbitan ekuiti, stok keutamaan, waran dan pinjaman/hutang merupakan beberapa contoh sumber dana luaran. Kedua-dua sumber pembiayaan tersebut dikelompokkan kepada dua sumber kewangan utama yang dikenali sebagai pembiayaan ekuiti dan pembiayaan hutang. Persoalan yang timbul ialah bagaimana sesebuah firma membuat keputusan terhadap komposisi struktur modalnya iaitu sama ada menggunakan hutang atau ekuiti atau kombinasi kedua-duanya untuk meningkatkan modal dan nilai firma?

Bermula daripada Modigliani dan Miller (1958) hingga kini, pelbagai kajian telah dijalankan bagi melihat kelakuan firma dalam membuat keputusan mengenai pemilihan sumber kewangan tersebut. Umumnya, kajian tersebut telah dapat mengenalpasti faktor-faktor yang mempengaruhi pemilihan pembiayaan firma yang dapat dikelompokkan kepada: model perimbangan statik (*static tradeoff*), model susunan pilihan (*pecking order*), model kos agensi (*agency cost*) dan model permasaan (*timing*). Ringkasan kajian tersebut telah dilakukan oleh Harris dan Raviv (1991), tetapi penjelasan terperinci hanya diberi kepada model kos agensi dan model susunan pilihan. Perbincangan dalam makalah tersebut juga hanya melihat perkembangan teori dan bukti empirik struktur modal sehingga 1991. Teori dan bukti empirik terkini menunjukkan bahawa faktor-faktor penentu struktur modal tidak merujuk kepada model spesifik, ini menyebabkan berlaku pertindanan yang jelas dari segi satu pembolehubah boleh menerangkan dua model dalam satu-satu masa.

Di samping itu, terdapat juga kajian terkini yang melihat struktur modal Islam. Kebanyakan kajian tersebut cuba mengaitkan persoalan mengapa perbankan Islam cenderung menawarkan instrumen berbentuk hutang. Di samping itu, kajian ini juga meneliti bagaimana gelagat firma Islam menangani masalah kos agensi dan maklumat tak simetri. Akibat banyak kesamaan pengaplikasian instrumen hutang Islam dan konvensional, maka masalah yang timbul akibat penggunaannya adalah sama. Bagaimana pula pengaplikasiannya kepada instrumen berbentuk ekuiti? Keunikan instrumen hibrid dan ekuiti Islam ditambah keperluan firma membayar zakat menyebabkan pemilihan pembiayaan kedua-duanya dijangka berbeza. Lebih menarik lagi sekiranya kajian dapat ditumpukan kepada kemampuan instrumen-instrumen tersebut mengatasi masalah yang wujud bagi firma dalam menjana tambahan dana.

Walaupun Harris dan Raviv (1991) telah mengulas dengan baik teori struktur modal, namun beberapa isu berkaitan masih layak dibincangkan seperti kos agensi, percukaian, kos kebangkrutan, maklumat tak simetri,

kos transaksi dan masa. Seterusnya makalah ini akan membincangkan teori struktur modal Islam yang menumpukan kepada masalah kos agensi, maklumat tak simetri, peluang pelaburan, tekanan kewangan dan zakat perniagaan. Dijangkakan perbezaan penaksiran/pengiraan zakat mempunyai pengaruh berbeza kepada sumber pembiayaan firma. Kesimpulan yang meliputi ulasan secara ringkas isu-isu teori struktur modal akan dibincangkan dalam bahagian akhir. Umumnya, makalah ini merupakan ulasan kajian lepas bagi semua isu yang terlibat dalam teori struktur modal termasuk isu cukai dan zakat.

KAJIAN AWALAN STRUKTUR MODAL

Kajian awalan struktur modal yang diutarakan oleh Modigliani dan Miller (1958) menunjukkan bagaimana keupilan tidak relevan dalam struktur modal firma. Mereka juga membahaskan bahawa struktur modal optimum tidak wujud dalam pasaran modal sempurna dengan andaian tanpa kos urusniaga dan cukai. Andaian pasaran modal tersebut telah mengakibatkan komposisi hutang dan ekuiti tidak memberi kesan kepada kos modal seterusnya aliran tunai dan nilai firma. Dua puluh tahun selepas itu, Miller (1977) mengkaji firma yang serupa tetapi menggunakan takrifan nisbah keupilan yang berbeza untuk membuktikan teori struktur modal masih tak relevan. Berpandukan andaian yang sama seperti dalam kajian terdahulu, beliau mendapati nilai firma tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya. Dapatan kajian juga menunjukkan bahawa kemasukan kedua-dua pembolehubah ketakbaikan cukai persendirian marginal dan pengubahsuaian penawaran masih menyokong teori awal Modigliani dan Miller (1958).

Rentetan daripada kajian tersebut, banyak kajian lanjutan telah dijalankan bagi melihat gelagat firma memilih struktur modal. Pemilihan tersebut antara lain dikaitkan dengan; kesan kos urusniaga (termasuk kos agensi dan kos kebangkrapan), kesan cukai persendirian dan korporat, masa dan penentuan struktur modal optimum. Selain itu, kajian juga melihat kesan ukuran keupilan dan perakaunan berbeza, dan jenis hutang berbeza kepada pemilihan ekuiti dan hutang.

KONFLIK AGENSI

Kesan konflik yang wujud antara *stakeholder* kepada pilihan struktur modal telah diperkenalkan oleh Fama dan Miller (1972) dan Jensen dan

Meckling (1976). Jensen dan Meckling (1976) mengenal pasti dua bentuk konflik iaitu pemegang ekuiti dan pengurus; dan pemegang ekuiti dan pemegang hutang.

Konflik antara pemegang ekuiti dan pengurus wujud disebabkan pengurus memegang kurang daripada 100 peratus tuntutan baki. Akibatnya, pengurus tidak berupaya memperolehi keseluruhan faedah daripada aktiviti penambahan keuntungan, sebaliknya mereka menanggung keseluruhan kos aktiviti tersebut, seperti kos menahan diri daripada melakukan aktiviti-aktiviti yang mendatangkan faedah persendirian dan kos kehilangan pekerjaan sekiranya berlaku kegagalan. Implikasinya pengurus lebih mengutamakan aktiviti-aktiviti yang mendatangkan pulangan persendirian berbanding usaha memaksimumkan nilai firma. Oleh itu, bagi mengurangkan kerugian akibat konflik antara pengurus dan pemegang ekuiti, maka komposisi struktur modal firma yang dibiayai dengan hutang perlu ditingkatkan. Ini kerana pembiayaan hutang memerlukan komitmen pembayaran tunai oleh firma. Maka komitmen tersebut akan mengurangkan amaun tunai bebas yang boleh digunakan oleh pengurus untuk aktiviti-aktiviti yang memberi faedah persendirian. Pengurangan konflik antara pengurus dan pemegang ekuiti ini merupakan faedah bagi pembiayaan hutang.

Jika firma memilih hutang, kontraknya membenarkan pemegang ekuiti untuk melabur secara suboptimal dan ini menimbulkan konflik antara pemegang hutang dan pemegang ekuiti. Seperti yang dinyatakan oleh Jensen (1986) kontrak hutang membolehkan: pertama, pemegang ekuiti memperolehi hampir keseluruhan daripada keuntungan jika pelaburan tersebut menghasilkan pulangan yang besar. Kedua, jika pelaburan tersebut gagal disebabkan oleh kekangan liabiliti, maka pemegang hutang akan menanggung kerugian tersebut. Ketiga, pemegang ekuiti boleh mendapat manfaat daripada pelaburan yang berisiko tinggi kerana pelaburan tersebut hanya menghasilkan penurunan nilai hutang. Keempat, kerugian nilai ekuiti akibat pelaburan yang kurang baik boleh diimbangi oleh keuntungan nilai ekuiti yang diperolehi daripada perbelanjaan pemegang hutang.

Selain kajian oleh Jensen dan Meckling (1976), kajian oleh Harris dan Raviv (1991) juga menekankan konflik antara pengurus dan pemegang ekuiti. Namun, konflik antara pengurus dan pemegang ekuiti wujud akibat tiada persetujuan bersama terhadap sesuatu keputusan operasi. Pengurus diandaikan sentiasa ingin meneruskan operasi walaupun pembubaran firma dikhendaki oleh pemegang ekuiti. Pengurus juga diandaikan sentiasa ingin melaburkan kesemua dana yang ada walaupun pembayaran hutang secara tunai adalah lebih baik bagi pemegang ekuiti. Namun begitu, jika

hutang dipilih, pemegang ekuiti diberi alternatif untuk membubarkan firma sekiranya berlaku aliran tunai yang buruk. Ini disebabkan tahap hutang yang tinggi menyebabkan kebarangkalian firma memungkiri janji hutangnya juga tinggi. Seterusnya, peningkatan hutang bukan sahaja meningkatkan nilai firma, bahkan akan meningkatkan kebarangkalian firma mengalami kegagalan seterusnya pembubaran. Manakala struktur modal optimum diperolehi daripada perimbangan antara keputusan membubarkan firma dan kos penyiasatan yang tinggi. Oleh itu, firma yang mempunyai nilai pembubaran yang tinggi (aset ketara, dan/atau firma dengan kos penyiasatan yang rendah) akan cenderung kepada pembiayaan hutang dan cenderung memungkiri janji serta mempunyai nilai pasaran firma yang tinggi.

Walaupun wujud konflik-konflik ini, Jung et al. (1996), dan Abd. Ghafar dan Surtahman (2001) mendapati bahawa apabila pengurus mengejar objektif pertumbuhan, maka firma yang mempunyai peluang pelaburan yang banyak dan baik akan memilih pembiayaan ekuiti. Bagi firma yang kurang peluang pertumbuhan, Jensen (1986), Stulz (1990) dan Berger et al. (1997) mencadangkan supaya pihak pengurusan menggunakan hutang untuk menghadkan kos agensi. Beberapa kajian empirik telah dijalankan dengan menggunakan proksi yang berbeza untuk peluang pertumbuhan, seperti perbelanjaan penyelidikan dan pembangunan (Titman & Wessels (1988)) dan nisbah nilai pasaran aset terhadap nilai buku aset (Rajan dan Zingales (1995)) dan bukti menunjukkan bahawa nisbah keumpulan mempunyai hubungan negatif dengan peluang pertumbuhan. Kajian empirik lain antaranya Smith dan Watts (1992), Abd. Ghafar et al. (2001) dan Booth et al. (2001) juga menyokong hubungan tersebut.

Walaupun penggunaan hutang dapat mengurangkan kos agensi, namun pengurus sedar bahawa hutang akan menimbulkan kos agensinya sendiri. Ini dinyatakan oleh Jensen dan Meckling (1976) dan Myers (1977) yang mendapati bahawa firma yang menggunakan hutang yang besar/tinggi akan melepaskan peluang pelaburan yang baik akibat masalah hutang berlebihan. Dengan hutang berisiko tinggi, pemegang hutang boleh berkongsi keuntungan pulangan pelaburan akan datang, seterusnya akan mengurangkan nilai kini bersih firma. Transfer kekayaan ini boleh menyebabkan pemegang ekuiti melepaskan peluang pelaburan yang baik. Nilai pelaburan yang dilepaskan dicampur dengan kos peruntukan paksaan kontrak menerbitkan kos agensi bagi hutang.

Selain mengetahui peluang pelaburan firma, Myers dan Majluf (1984) juga mendapati pihak pengurusan mempunyai maklumat yang lebih baik berkaitan kedudukan aset firma berbanding pelabur. Maka, pengurus

mencadangkan supaya firma boleh menerbitkan sekuriti pada harga yang lebih tinggi berbanding nilai sebenar untuk memaksimumkan kekayaan pemegang ekuiti. Ini bermaksud bahawa hutang kurang berisiko tidak boleh dijual melebihi nilainya, tetapi hutang berisiko dan ekuiti boleh dijual dengan harga yang lebih tinggi. Apabila firma mengumumkan penerbitan sekuriti berisiko, maka pihak luar akan membuat penilaian semula terhadap firma tersebut. Penilaian ini memberi kesan penting bagi penerbitan ekuiti. Oleh itu, pelabur luar harus diberi maklumat yang kurang berbanding pihak pengurusan berkaitan nilai firma.

Selain kos agensi akibat hutang dan konflik, wujud juga kos agensi akibat tekanan kewangan. Kebanyakan pengkaji menggunakan aset ketara sebagai proksi kepada kos tekanan kewangan. Menurut Booth et al. (2001) aset ketara yang tinggi dapat mengurangkan kos tekanan dan kos agensi pertimbangan pengurusan serta meningkatkan penggunaan hutang firma. Mereka menggunakan pulangan terhadap aset sebagai pengukur kepada kebarangkalian firma mengalami tekanan kewangan. Peningkatan kebolehubahan pulangan terhadap aset akan meningkatkan komponen operasi bagi risiko perniagaan jangka pendek. Aset ketara yang banyak akan meningkatkan keupayaan firma menerbitkan hutang terjamin (*secured debt*) dan mengurangkan pendedahan maklumat keuntungan akan datang. Menurut Rajan dan Zingales (1995) jika sebahagian besar aset firma terdiri daripada aset ketara, maka aset tersebut boleh digunakan sebagai cagar dan seterusnya dapat mengurangkan kos agensi. Oleh itu, jika firma mempunyai amaun aset ketara yang besar, maka kedua-dua penawaran pinjaman dan nisbah keupayaan akan meningkat. Manakala Long dan Malitz (1985) menggunakan perbelanjaan penyelidikan dan pembangunan sebagai proksi kepada aset tak ketara. Mereka mendapati wujud hubungan negatif antara nisbah keupayaan dan aset tak ketara.

IMPAK CUKAI

Perkaitan antara hutang dan cukai mula dikupas oleh Miller (1977). Tumpuan kajiannya melihat kesan cukai korporat dan cukai persendirian kepada nisbah keupayaan. Kajiannya cuba membuktikan kewujudan faedah cukai yang akan menyebabkan firma cenderung menggunakan hutang. Namun begitu, dapatannya menunjukkan bahawa keupayaan masih tidak relevan untuk mempengaruhi struktur modal firma.

Berbeza dengan kajian sebelumnya, DeAngelo dan Masulis (1980) dapat membuktikan beberapa keadaan struktur modal yang relevan dan keunikan keseimbangan struktur modal optimum dapat dicapai dalam

keadaan tersebut. Mereka menjelaskan bahawa peningkatan inflasi akan mengurangkan nilai benar *investment tax shields* dan seterusnya akan meningkatkan penggunaan hutang firma. Oleh itu, dengan memasukkan unsur cukai, dapatan kajian membuktikan pengurangan cukai atau faedah cukai menjadikan pembiayaan hutang lebih murah berbanding pembiayaan ekuiti. Maka, tanpa kewujudan cukai persendirian, firma akan bergelagat dengan menggunakan hutang untuk menghapuskan liabiliti cukai korporat firma. Namun demikian, jika nilai marginal pembiayaan hutang firma bersamaan dengan sifar, struktur modal juga didapati tidak relevan.

Manakala kajian oleh Mackie-Mason (1990) menggunakan pendekatan *incremental* dan model probit untuk melihat hubungan antara cukai korporat dan insentif firma menggunakan hutang. Dapatan kajian beliau mengesahkan hipotesis yang dibentuk di mana *tax shield* yang tinggi akan meningkatkan kebarangkalian pengecualian cukai, keadaan ini menyebabkan jangkaan kadar cukai marginal firma rendah dan seterusnya firma kurang cenderung menggunakan pembiayaan hutang. Keputusan struktur modal menjadi lebih kompleks apabila cukai persendirian dikenakan terhadap pemegang hutang dan pemegang ekuiti. Ini dibuktikan melalui kajian oleh Graham (1999) yang memfokuskan kepada pengukuran dan kepentingan cukai persendirian. Kajian ini tidak menggunakan amaun hutang statik, tetapi melihat perubahan nilai hutang (*incremental*). Analisis model tobit yang digunakannya melaporkan cukai persendirian menyebabkan penggunaan hutang kurang digemari. Didapati pengurangan pembayaran dividen akan meningkatkan penalti bagi cukai persendirian dan mengurangkan faedah cukai bersih. Keadaan ini menyebabkan tidak wujud insentif untuk menggunakan hutang. Pengurangan penggunaan hutang juga disebabkan oleh cukai persendirian yang dikenakan terhadap pulangan ekuiti adalah pada kadar cukai yang lebih rendah berbanding hutang. Kadar cukai persendirian adalah rendah bagi pemegang ekuiti berbanding pemegang hutang disebabkan oleh jangkaan kadar pulangan sebelum cukai bagi pembiayaan ekuiti lebih rendah berbanding kadar pulangan sebelum cukai bagi hutang.

Seterusnya Miller (1977) membuktikan faedah cukai korporat dikurangkan oleh penalti cukai dalam cukai persendirian. Kenyataan tersebut konsisten dengan teori tradisional cukai yang menggariskan faedah cukai korporat menyebabkan firma mempunyai insentif untuk menambah penggunaan hutang. Namun dividen yang tinggi menyebabkan individu terpaksa membayar cukai persendirian dengan amaun yang besar. Oleh itu, firma yang ingin meningkatkan nilai firma perlu mengekalkan nilai dividen dan hutang yang rendah. Lebih terperinci, firma mampu me-

ngurangkan bayaran kadar faedah (pengurangan pembayaran kadar faedah sebagai manfaat cukai) dan dividen yang dikenakan cukai tanpa perlu mengurangkan kadar perolehan modal. Strategi pengurangan cukai dan pemaksimuman nilai firma terbaik adalah melalui penerbitan butang dan pembayaran dividen yang kecil.

Namun begitu, kajian empirik oleh Fama dan French (1998) mendapati dividen mempunyai hubungan yang positif dengan nilai firma, manakala cukai mempunyai hubungan sebaliknya. Mereka mencadangkan agar dasar kewangan perlu mengutamakan sebarang pengurangan nilai firma yang disebabkan oleh cukai yang tinggi. Manakala Elton dan Gruber (1970) mendapati saham bukan merupakan penyebab utama kepada kejatuhan dividen, sebaliknya pembayaran cukai atas dividen menjadi penyebab kepada kejatuhan saham. Oleh itu, Masulis (1980) berpendapat maklumat memberi kesan kepada perubahan dalam ekuiti manakala cukai menjadi penyebab kepada perubahan hutang.

Keputusan kajian terdahulu telah memotivasikan Booth et al. (2001) menggunakan pelbagai ukuran pembolehubah cukai. Menurut mereka, sukar untuk mengenalpasti ukuran pembolehubah cukai disebabkan oleh nilai marginal *tax shield* bagi firma boleh mengambil nilai sifar atau positif. Oleh itu kajian mereka menggunakan purata kadar cukai sebagai proksi kepada *tax shield* yang mengambilkira perolehan sebelum dan selepas cukai. Ini amat berbeza dengan kajian terdahulu oleh Graham (1999) yang menggunakan faedah bersih cukai kepada hutang. Manakala kajian oleh Mackie-Mason (1990) menggunakan pendekatan *incremental* dan model probit mengambilkira *tax loss carry forward* dan *investment tax credit* yang mewakili cukai korporat. Kedua-dua pembolehubah ini digunakan sebagai proksi kepada *tax shield*.

KOS KEBANKRAPAN

Dalam sub tajuk impak cukai telah dijelaskan faedah cukai penggunaan hutang. Namun begitu, penggunaan hutang juga boleh menghasilkan kebangkrapan. Persoalan yang timbul ialah bagaimana hendak mengimbangi faedah cukai dan kos kebangkrapan. Firma yang mengalami tekanan kewangan akibat pembayaran kadar faedah yang terlalu tinggi mempunyai kebarangkalian yang tinggi untuk terlibat dengan masalah kebangkrapan. Kadar faedah yang tinggi mungkin menyebabkan tuntutan kreditor tidak dapat dipenuhi. Di samping itu, kebarangkalian firma mengalami bankrap lebih dipengaruhi oleh faktor ekonomi termasuk risiko ekonomi dan risiko kewangan. Dengan mengurangkan penggunaan keumpulan, firma mampu

mengurangkan kemeruapan basil, lalu mengurangkan kebarangkalian tidak dapat memenuhi tuntutan tetap seperti kadar bunga dan penebusan.

Penganalisan kesan kos kebangkrutan terhadap pilihan pembiayaan firma, seperti yang diutarakan oleh Haugen dan Senbet (1978), perlu melihat dua keadaan berikut, iaitu kos kebangkrutan tanpa sebarang sempadan dan kos kebangkrutan dengan sempadan dalam nilai nisbah hutang firma. Lebih lanjut, kajian tersebut juga membahagikan kos kebangkrutan kepada dua iaitu kos langsung dan kos tak langsung.

Kesan kadar faedah kepada kebangkrutan firma telah mendorong Yang et al. (2001) memasukkan kadar faedah swap dalam model struktur modal dinamik. Hipotesis yang dikemukakan ialah firma lebih baik mengekalkan nisbah hutang yang tinggi dan mendapatkan faedah cukai dengan menggunakan swap. Penggunaan swap dijangkakan akan mengurangkan insentif firma untuk mengambil pelaburan berisiko tinggi dan ini akan mengurangkan kos kebangkrutan. dan dijangkakan firma besar lebih cenderung menggunakan swap. Dapatan kajian menunjukkan firma dengan kos kebangkrutan yang rendah cenderung mengalami julat nisbah hutang yang rendah.

Selain itu, seperti yang dicadangkan oleh Fisher et al. (1989), firma boleh melakukan pemodalan semula untuk mengelakkan kebangkrutan. Peningkatan hutang akan mengurangkan nisbah keupayaan, seterusnya keadaan ini akan meningkatkan amaun hutang untuk mendapatkan faedah cukai, maka dalam keadaan ini adalah optimal bagi firma untuk melakukan pemodalan semula. Sebaliknya, kejatuhan nisbah hutang akan meningkatkan nisbah keupayaan firma. Selain mengelakkan kebangkrutan, firma perlu kepada pemodalan semula disebabkan pemegang ekuiti tidak boleh menjual aset (sebahagian besar aset dalam aset tetap) untuk melakukan pembayaran kupon. Oleh itu pembayaran kupon akan mengurangkan dividen yang diterima oleh pemegang ekuiti. Dalam kes *unlevered* dan *levered firm*, dividen firma adalah negatif. Maka ini menyebabkan pemegang ekuiti mengalami kegagalan dan pemegang hutang akan mengambilalih firma serta melakukan pemodalan semula. Selain itu, mereka juga melihat ciri-ciri firma dan memasukkan julat nisbah hutang dalam menganalisa kedinamikan struktur modal.

Proses memodalkan semula firma juga disokong oleh Scott (1977). Beliau berpendapat kebangkrutan akan memberikan kesan yang berbeza terhadap nilai ekuiti, hutang sub-ordinat dan hutang terjamin. Dapatan kajian menunjukkan: pertama, nilai ekuiti firma bergantung kepada perolehan bersih operasi dan faedah yang perlu dihayar kepada pemegang hutang. Firma yang mengalami hasil yang kecil berbanding pembayaran faedah mempunyai tiga cara untuk mengelak kebangkrutan dan untuk

memenuhi pembayaran faedah iaitu melalui penjualan hutang tambahan (seperti hutang sub-ordinat), penjualan aset dan penjualan ekuiti. Kedua, nilai pasaran firma yang hanya menerbitkan hutang sub-ordinat bergantung kepada nilai semasa ekuiti dan nilai muka hutang. Bagi firma tersebut, penjualan hutang sub-ordinat menyebabkan struktur modal tak relevan. Ketiga, penerbitan hutang terjamin akan meningkatkan nilai firma. Penambahan hutang terjamin boleh dilakukan selagi terdapat kapasiti hutang terjamin yang belum digunakan. Kajian ini mendapati struktur modal menjadi relevan sekiranya hutang dijamin sepenuhnya. Namun begitu, keadaan struktur modal tidak relevan wujud dalam dua keadaan. Pertama, jika penerbitan tambahan hutang dilakukan sehingga tuntutan pemegang hutang lebih besar berbanding nilai pasaran firma dan kedua dalam keadaan tanpa kewujudan pembayaran faedah. Keadaan ini menyebabkan pemegang hutang hanya memperoleh nilai muka hutang yang dipegang (bon), maka hutang firma adalah tidak dijamin/terjamin sepenuhnya.

Sebaliknya, Haugen dan Senbet (1978) pula mencadangkan dengan wujudnya kos kebangkrutan langsung, maka adalah lebih baik bagi firma untuk meningkatkan ekuitinya. Manakala jika wujud kos kebangkrutan tak langsung, maka adalah lebih baik bagi firma untuk menambahkan penggunaan hutang. Kewujudan kos pemodal semula dan penggunaan hutang akibat kos kebangkrutan memerlukan penstrukturan semula hutang.

Apabila firma mengalami tekanan kewangan akibat perbelanjaan kadar faedah yang tinggi, Asquith et al. (1994) mengemukakan beberapa alternatif kepada firma ini untuk mengelak daripada berlakunya kebangkrutan. Antara tindakan yang boleh diambil ialah melalui penstrukturan hutang awam atau hutang swasta, penjualan aset, penggabungan atau pengurangan perbelanjaan modal. Jika firma memilih untuk menstrukturkan semula hutang swasta dengan melonggarkan perjanjian, seperti pengecualian pembayaran hutang atau pengecualian pembayaran prinsipal, didapati akhirnya firma yang mempunyai hutang terjamin yang banyak lebih mudah mengalami kebangkrutan. Manakala dengan penstrukturan semula hutang awam melalui tawaran pertukaran, didapati firma yang telah menyempurnakan pertukaran kurang terlibat dengan kod kebangkrutan, ini bermaksud firma tidak mengalami kebangkrutan. Jika firma memilih untuk menjual aset, firma yang menjual aset dengan jumlah yang banyak kurang mengalami kebangkrutan. Keputusan regresi menggunakan model probit melaporkan wujud hubungan yang positif antara kebarangkalian jualan aset dan jumlah penerbitan hutang awam yang belum terjual. Mereka juga melaporkan jika hutang awam sukar untuk distrukturkan semula, maka firma perlu menjual aset atau bergabung untuk mengelakkan kod keban-

krapan. Seterusnya didapati firma yang mengalami tekanan kewangan akan mengurangkan perbelanjaan modal disebabkan oleh penurunan dalam industri dan saiz firma apabila firma menjual aset. Namun begitu sukar menentukan sama ada tindakan tersebut adalah efisien atau sebaliknya.

MAKLUMAT TAK SIMETRI, KOS TRANSAKSI DAN HIERARKI PEMBIAYAAN

Walaupun perbincangan sebelum ini membuktikan kos urusniaga dan cukai memberi kesan kepada pemilihan pembiayaan, namun beberapa pengkaji mendapati memang sedia wujud hierarki pembiayaan. Hierarki pembiayaan ini wujud disebabkan oleh maklumat tak simetri. Selain unsur tersebut, sebahagian pengkaji juga mengenengahkan unsur ketakcekapan pasaran kewangan dan kos transaksi. Menurut Myers (1984) dan Myers dan Majluf (1984) disebabkan oleh maklumat tak simetri dan masalah isyarat yang berkaitan dengan pembiayaan sumber kewangan luaran, maka kaedah pembiayaan firma akan lebih mengutamakan sumber kewangan dalaman. Namun begitu apabila firma memerlukan sumber kewangan luaran, pembiayaan hutang lebih diutamakan berbanding pembiayaan ekuiti.

Dalam kajiannya, Myers (1984) mengatakan bahawa hierarki pembiayaan timbul akibat keinginan firma untuk membiayai pelaburan baru. Maklumat tak simetri menjadi unsur utama yang akan mempengaruhi kaedah pembiayaan struktur modal sesebuah firma. Kos maklumat tak simetri dapat dikurangkan dengan menggunakan pembiayaan dalaman berbanding pembiayaan luaran. Sekiranya pembiayaan luaran perlu dilakukan, maka firma akan menerbitkan hutang berbanding ekuiti. Manakala menurut Myers dan Majluf (1984) oleh kerana pengurus mempunyai maklumat yang lebih tentang pulangan pelaburannya, maka pelabur hanya dapat membuat jangkaan purata perolehan pelaburan. Kesannya, ini boleh menyebabkan sekuriti yang digunakan untuk menyokong projek pelaburan tersebut terkurang nilai. Akhirnya, kos pembiayaan projek dengan dana luaran melebihi kos pembiayaan melalui dana dalaman. Perbezaan kos yang timbul akibat pembiayaan luaran dikenali sebagai '*lemons premium*'. Apabila premium meningkat, firma akan beralih kepada projek lain dan enggan menerbitkan stok atau bon. Kenyataan ini disokong oleh Harris dan Raviv (1991) dan Donaldson (1963) yang melaporkan firma yang memperoleh keuntungan yang tinggi akan membiayai pertumbuhannya dengan menggunakan keuntungan tertanggung dan mengekalkan nisbah hutang yang konstan.

Berbeza dengan kajian oleh Myers dan Majluf (1984), Harris dan Raviv (1991) dan Donaldson (1963), Booth et al. (2001) membuktikan firma yang

mengalami keuntungan yang tinggi tidak mengekalkan nisbah hutang yang konstan sebaliknya mempunyai nisbah hutang yang rendah. Semakin tinggi keuntungan semakin rendah nisbah hutang firma disebabkan oleh kecenderungan firma kepada sumber kewangan dalaman. Ini membuktikan firma tidak cenderung menggunakan pembiayaan luaran akibat kos yang tinggi. Mereka menggunakan pulangan terhadap aset sebagai ukuran kepada keuntungan. Secara umumnya firma yang bertumbuh secara perlahan yang mengalami keuntungan yang tinggi akan menjana lebih banyak tunai, tetapi bagi firma yang bertumbuh dengan cepat tetapi mengalami keuntungan yang rendah memerlukan pembiayaan dana luaran.

Kajian awal berkaitan masalah maklumat tak simetri dan '*lemons premium*' telah dipelopori oleh Akerlof (1970). Dalam masalah '*lemons*', beliau menjelaskan, penjual mempunyai maklumat yang lebih tentang kualiti produk berbanding pembeli. Walaupun kajian awal ini, beliau berpendapat maklumat tak simetri boleh menghalang fungsi pasaran dan dalam kes yang ekstrim boleh menyebabkan kegagalan urusan niaga. Namun kini, maklumat taksimetri diterjemahkan sebagai aspek kualiti projek pelaburan firma dan sikap pengurus.

Dalam kajian Oliner dan Rudebusch (1992), umpamanya, mereka menyatakan bahawa wujud masalah maklumat tak simetri antara pengurus firma dan pembekal dana. Pengurus firma dikatakan mempunyai kecenderungan menguruskan sendiri dana pemegang ekuiti dan pemegang bon. Konflik minat/kecenderungan yang timbul akan meningkatkan kos bagi mendapatkan pembiayaan luaran. Oleh kerana kecenderungan pengurus ini boleh menjadi ancaman, maka pemegang ekuiti cuba mengawal sikap pengurus melalui penggunaan audit, kekangan belanjawan dan sistem pampasan. Manakala bagi melindungi pemegang hutang daripada risiko (tindakan pengurus menjalankan projek-projek berisiko tinggi), maka kreditor selalunya meminta kontrak yang menghadkan tindakan pengurusan dalam pelbagai cara. Pelaksanaan kontrak tersebut memerlukan pengawasan dan penguatkuasaan, dan ini menimbulkan kos agensi.

Manakala Jung et al. (1996) berpendapat penerbitan ekuiti menjadi lebih mahal berbanding penerbitan hutang disebabkan oleh kewujudan maklumat tak simetri antara pelabur baru/luar dan pengurus yang ingin memaksimumkan kekayaan pemegang ekuiti. Fenomena ini akhirnya mewujudkan satu hierarki pembiayaan. Apabila firma memerlukan pembiayaan sumber kewangan luaran, maka firma cenderung menggunakan hutang. Namun begitu seandainya firma dipaksa menggunakan pembiayaan ekuiti maka tindakan ini akan menyebabkan firma mengalami tindakbalas

harga stok yang negatif. Mereka juga mendapati sebahagian firma yang mempunyai peluang pelaburan yang kurang baik akan menerbitkan ekuiti.

Seperti Oliner dan Rudebusch (1992) dan Jung et al. (1996), Abd. Ghafar dan Surtahman (2001) juga mendapati model ini diutarakan berdasarkan pandangan maklumat tak simetri antara pelabur dan pengurus firma yang membayangkan satu hierarki kewangan (yang melibatkan masalah maklumat tak simetri) dengan meningkatkan kebarangkalian bergerak ke atas dalam hierarki model susunan pilihan dari hutang awam kepada hutang swasta dan akhirnya ekuiti. Model ini meramalkan jenis sekuriti bergantung kepada darjah maklumat tak simetri. Berdasarkan kajian oleh Myers dan Majluf (1984), Abd. Ghafar dan Surtahman (2001) melaporkan kewujudan maklumat taksimetri disebabkan oleh keadaan pasaran dan kos maklumat yang tinggi. Firma akan menggunakan pembiayaan ekuiti hanya apabila hutang adalah terlalu mahal dan jika pengurus firma mempunyai maklumat yang lebih mengenai nilai firma berbanding maklumat di pasaran yang mana firma mempunyai pencapaian tak normal. Oleh itu firma cenderung menggunakan sumber kewangan dalaman berbanding sumber kewangan luaran dan hutang berbanding ekuiti dalam pembiayaan sumber kewangan luaran. Tidak wujud perbezaan antara penggunaan hutang atau ekuiti apabila hutang sangat berisiko.

Kajian empirik oleh Jain et al. (1996) dan Babu dan Jain (1998) membuktikan kecenderungan sumber pembiayaan firma di India adalah konsisten dengan hierarki pembiayaan yang mana majoriti firma korporat cenderung kepada hutang dan kurang satu per tiga cenderung kepada ekuiti dalam struktur modal. Namun, sekitar tahun 1993 hingga 1994, didapati berlaku penurunan dalam purata nisbah hutang kepada ekuiti dan didapati 51 peratus firma cenderung kepada pembiayaan ekuiti berbanding hutang disebabkan oleh liberalisasi ekonomi dan kewangan, pertumbuhan pesat pasaran saham dan kebebasan firma untuk membayar dividen.

Masalah maklumat tak simetri dalam pembiayaan ekuiti menyebabkan wujud kekangan mudah tunai dalam pelaburan benar. Shyam-Sunder dan Myers (1999) menggunakan pelaburan benar sebagai pembolehubah eksogen yang menjadi proksi kepada maklumat tak simetri. Dapatan kajian menunjukkan bahawa dengan menerbitkan hutang, firma yang bebas daripada risiko kegagalan dapat mengelak daripada kekangan mudah tunai. Firma yang memperolehi keuntungan yang tinggi dengan peluang pelaburan yang terhad mengalami nisbah hutang yang rendah. Manakala bagi firma yang sukar memperolehi peluang pelaburan menjana dananya melalui pembiayaan hutang. Dapatan kajian ini konsisten dengan dapatan

kajian oleh Myers (1984), Myers dan Majluf (1984), Harris dan Raviv (1991) dan Donaldson (1963).

Seterusnya, bagi tujuan melihat sejauhmana 'kuasa' statistik hierarki pembiayaan, Shyam-Sunder dan Myers (1999) menerangkan hierarki pembiayaan menggunakan sampel firma-firma berisiko rendah yang susunan pilihannya didominasi oleh hutang. Mereka mengemukakan tiga dapatan utama iaitu; pertama, hierarki pembiayaan dapat menerangkan perubahan nisbah hutang dan merupakan faktor utama kepada gelagat pembiayaan firma. Kedua, ujian model secara bebas menunjukkan hierarki pembiayaan mempunyai R^2 yang tinggi serta koefisien model signifikan. Ketiga, keputusan tersebut mencadangkan firma yang menjangkakan menghadapi defisit dana akan menggunakan hutang. Mereka menyimpulkan bahawa hierarki pembiayaan dapat menerangkan lebih banyak variasi keputusan pembiayaan firma.

Walau bagaimanapun, Chirinko dan Singha (1999) mengkritik serta memperbaiki kajian oleh Shyam-Sunder dan Myers (1999). Mereka menggunakan defisit dana sebagai satu-satunya pembolehubah bebas kerana menurut Shyam-Sunder dan Myers (1999) pembolehubah defisit dana dapat menerangkan variasi penerbitan hutang (perubahan hutang) dengan amaun yang besar bagi hierarki pembiayaan. Oleh itu, mereka menggunakan ujian berbentuk '*strong*' yang mana firma yang mengalami defisit dana bergantung sepenuhnya kepada pembiayaan hutang. Kritikan oleh Chirinko dan Singha (1999) menyatakan ujian tersebut sangat terhad dan tidak begitu sesuai untuk mengangarkan model hierarki pembiayaan. Ujian ini akan ditolak sekiranya firma menerbitkan ekuiti bagi menambah modal baru dengan kapasiti menerbitkan hutang akan dikurangkan akibat kos tekanan kewangan.

Kritikan dan kelemahan tersebut telah mendorong Chirinko dan Singha (1999) membentuk semula ujian bagi hierarki pembiayaan dengan menggunakan bentuk '*semi-strong*'. Dalam ujian berbentuk '*semi-strong*', firma akan mengalami defisit dana apabila cenderung kepada pembiayaan hutang dan hanya bergantung kepada hutang pada peringkat awal penjana modal. Selanjutnya dapatan kajian oleh Chirinko dan Singha (1999) menunjukkan 89 peratus daripada keperluan pembiayaan luaran dipenuhi dengan hutang baru. Kombinasi hutang dan ekuiti tersebut memberikan implikasi bahawa defisit dana disebabkan oleh penerbitan hutang. Maka, dapat disimpulkan dapatan kajian oleh Shyam-Sunder dan Myers (1999) dan Chirinko dan Singha (1999) membuktikan maklumat tak simetri menyebabkan penerbitan ekuiti tidak dininati.

Walaupun dapatan sebelum ini mendapati bahawa maklumat tak simetri memberi kesan kepada hierarki susunan pembiayaan, tetapi kajian Helwege dan Liang (1996) menunjukkan tiada bukti yang corak kewangan firma berkait dengan maklumat tak simetri. Koefisien bagi pembolehubah-pembolehubah maklumat tak simetri didapati tidak konsisten dengan hipotesis hierarki pembiayaan. Selain itu, kebarangkalian memperoleh pembiayaan luaran dikatakan tidak mempunyai kaitan dengan kekurangan sumber perbiayaan dana dalaman. Ini disebabkan firma yang berisiko tinggi tidak lagi cenderung menerbitkan ekuiti. Malah, berdasarkan pembolehubah risiko mungkir janji dan maklumat tak simetri, firma yang sepatutnya menerbitkan ekuiti lebih berminat mendapatkan pinjaman bank. Selain itu, mereka juga mencadangkan penggunaan ekuiti bagi firma yang memperoleh pinjaman bank. Ini disebabkan ciri-ciri risiko dan maklumat tak simetri pinjaman besar yang tidak mendorong kebarangkalian penggunaan hutang yang tinggi. Namun, mereka mendapati bahawa pembolehubah-pembolehubah maklumat tak simetri tidak kuat dalam meramal relatif penggunaan bon awam berbanding ekuiti. Manakala kajian empirik oleh Fama dan French (1998) melapurkan firma yang memperoleh keuntungan yang tinggi dan memadai tidak perlu menerbitkan hutang sebagai pilihan pertama susunan pembiayaan luaran. Oleh itu, penerbitan hutang merupakan isyarat kepada keuntungan dan operasi firma yang rendah.

Selain maklumat tak simetri, kos transaksi menerbitkan hutang dan ekuiti juga menjadi punca kepada kecenderungan firma menggunakan dana dalaman. Kos transaksi menjadikan penggunaan dana dalaman lebih murah berbanding dana luaran bagi firma bersaiz kecil. Didapati semakin besar saiz firma, semakin kecil bebanan kos transaksi yang ditanggung. Dapatan oleh Barclay dan Smith (1995) membuktikan firma bersaiz kecil lebih cenderung menerbitkan hutang jangka pendek berbanding firma bersaiz besar yang cenderung menggunakan hutang jangka panjang. Manakala kajian oleh Babu dan Jain (1998) melapurkan kecenderungan firma di India memilih pembiayaan hutang bergantung kepada beberapa sebab. Didapati 46 peratus daripada sampel firma memilih pembiayaan hutang disebabkan oleh kos transaksi penerbitan hutang yang murah secara relatif berbanding pembiayaan ekuiti, 28 peratus disebabkan oleh fleksibiliti instrumen hutang, 25 peratus kerana proses penerbitan hutang yang lebih mudah berbanding penerbitan ekuiti. Namun begitu kajian empirik oleh Oliner dan Rudebusch (1992) membuktikan kos transaksi tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan hierarki pembiayaan. Sebaliknya maklumat tak simetri

dan kos agensi menjadi punca kepada kecenderungan firma menggunakan dana dalaman.

MASA

Longhran dan Ritter (1995), serta Spiess dan Affleck-Graves (1995) mendapati firma akan mengalami prestasi yang tidak memberangsangkan dalam jangka panjang selepas menerbitkan ekuiti. Menurut Abd. Ghafar dan Surtahman (2001), keadaan yang tidak memberangsangkan ini disebabkan oleh pengurus yang beranggapan bahawa ekuiti firmanya terlebih nilai akibat pasaran bertindak lemah. Kesannya, proses pembetulan terlebih nilai berjalan dan ini menyebabkan firma yang menggunakan ekuiti mempunyai pencapaian yang lemah dalam jangka panjang.

Oleh kerana prestasi firma yang tidak memberangsangkan ini, maka Jung et al. (1996) mencadangkan agar masa menerbitkan ekuiti selari dengan tempoh semasa ekuiti terlebih nilai. Selanjutnya mereka juga mencadangkan koefisien bagi pulangan lebihan kumulatif selepas penerbitan ekuiti seharusnya signifikan dan bernilai negatif. Oleh itu, firma yang dijangka mempunyai prestasi yang kurang memberangsangkan lebih cenderung untuk menerbitkan ekuiti. Namun begitu, koefisien bagi pulangan jangka panjang yang diperolehi adalah tidak signifikan. Ini bermakna faktor masa tidak begitu penting dalam pertimbangan firma untuk membuat keputusan sama ada memilih hutang atau ekuiti.

STRUKTUR MODAL ISLAM

Peranan sistem kewangan Islam bukan sahaja sebagai penyalur dana daripada unit surplus kepada unit defisit, tetapi juga berperanan menjana pelaburan. Dana disalurkan oleh pengantara kewangan daripada surplus unit kepada defisit unit melalui beberapa cara. Oleh itu firma yang mengalami defisit dana boleh mendapatkan sumber pembiayaan daripada sistem kewangan Islam sebagai alternatif kepada sistem kewangan konvensional. Perbezaan wujud hanya dari segi prinsip pembiayaan tersebut diterbitkan. Contohnya, dalam pasaran modal Islam, kontrak mudharabah dan musyarakah digunakan dalam penerbitan saham, stok keutamaan dan waran. Manakala pembiayaan hutang melalui pinjaman bank dan penerbitan bono pula menggunakan konsep al-bai' bithaman ajil, bai' al-murabahah, bai' al-inah dan bai' al-dayn. Persoalan yang timbul ialah bagaimana gelagat

struktur modal firma yang terdedah kepada prinsip ini dan tambahan pula firma diperlukan membayar zakat.

PEMBIAYAAN EKUITI ATAU HUTANG

Kajian yang menjurus kepada struktur modal Islam masih berada di peringkat awal. Namun begitu, beberapa kajian telah diketengahkan oleh Ebrahim (2000) dan Abd. Ghafar dan Surtahman (2001). Persoalan yang dibincangkan tertumpu kepada isu-isu instrument hutang dan hibrid Islam (mudharabah). Kedua-dua pengkaji berpendapat penggunaan ekuiti harus diberi keutamaan dalam pembiayaan Islam melalui konsep mudharabah atau musyarakah.

Umpamanya, Ebrahim (2000) mendapati wujud pelbagai kontrak urusniaga yang boleh dikategorikan kepada tiga komponen utama iaitu sekuriti berbentuk hutang yang meliputi bai' al-murabahah (tambahan kos) atau al-bai' bithaman ajil (jualan harga tangguh) dan al-ijarah wal-'iqina (sewaan); sekuriti hibrid iaitu mudharabah; dan sekuriti berbentuk ekuiti (musyarakah). Namun demikian, Rasulullah s.a.w. tidak menggalakkan hutang, maka seharusnya kecenderungan pembiayaan lebih tertumpu kepada kontrak ekuiti. Maka atas dasar tersebut, kebanyakan ahli ekonomi Islam seperti Munawar (1981), Siddiqi (1983), Mirakhor (1987), Tag El-Din (1992), Bashir et al. (1993), Mohsen dan Shamim (1994), Abd. Ghafar (1994), Saiful Azhar (1995), Aggrawal dan Yousef (1996), Uthman (1994) dan Mahmoud El-Gamal (2000) mencadangkan penggunaan yang memihak kepada pembiayaan ekuiti. Tambahan pula menurut Aggrawal dan Yousef (1996), pembiayaan hutang yang menggunakan 'mark up' memberikan pulangan tetap kepada pembiaya, maka pulangan pembiayaan ini boleh dipertikaikan dan ditakuti membuka ruang kepada kadar bunga.

Kajian yang dijalankan oleh Mohsen dan Shamim (1994) mendapati pembiayaan ekuiti dilihat sebagai mekanisme yang berdaya maju berbanding pembiayaan hutang. Mereka menjelaskan bahawa dengan memilih pembiayaan hutang, sebenarnya pemberi pinjam melepaskan pemilikan dan mengorbankan kawalan terhadap keputusan yang dibuat oleh pengurus firma dan menerima kadar pulangan yang rendah dari aktiviti pelaburan kurang berisiko. Sedangkan dalam pembiayaan ekuiti wujud pertukaran pemilikan, jangkaan kadar pulangan yang tinggi dan berlaku perkongsian untung dan rugi antara pemilik ekuiti, pengurus dan pemberi pinjam. Dapatan Mohsen dan Shamim (1994) disokong oleh Aggrawal dan Yousef (2000) yang membuktikan kegagalan firma membayar balik pinjaman boleh menyebabkan berlakunya peralihan kawalan aset firma kepada bank.

Bank memiliki aset firma sepenuhnya sehingga keseluruhan hutang dibayar. Manakala menurut Munawar (1981), Abd. Ghafar (1994), Khan (1995), Mirakhor (1995) dan Saiful Azhar (1995) pembiayaan ekuiti bukan sahaja mengagihkan keuntungan tetapi juga mengagihkan risiko.

Bukti empirik yang dilakukan oleh Bashir et al. (1993) dengan menggunakan data Bank Islam Kuwait dari 1978 hingga 1988 mendapati hubungan positif antara nisbah perkongsian untung rugi dan tingkat pelaburan. Ini bermakna sistem perkongsian untung rugi mampu menjana dan mewujudkan peningkatan pelaburan. Namun begitu, fenomena yang berlaku kepada perbankan Islam di seluruh dunia adalah sebaliknya. Kajian yang dilakukan oleh Tag El-Din (1991), Aggrawal dan Yousef (1996), Aggrawal dan Yousef (2000), Abd Ghafar et al. (2001) dan Dar dan Presley (2001) mendapati pembiayaan hutang lebih digemari berbanding pembiayaan ekuiti. Beberapa sebab yang telah dikenalpasti, antaranya sebahagian besar permintaan pembiayaan perbankan berjangka pendek, risiko pelaburan projek berbentuk ekuiti yang tinggi, masalah kos agensi dalam pembiayaan mudharabah, masalah *moral hazard* dan *adverse selection* dan keperluan untuk memenuhi nisbah modal berwajaran risiko.

KOS AGENSI DAN MAKLUMAT TAK SIMETRI

Seperti yang dibincangkan dalam sub tajuk kajian awalan struktur modal, masalah *moral hazard*, kos/konflik agensi dan maklumat taksimetri berkemungkinan mempengaruhi keputusan pemilihan struktur modal firma. Namun tidak dapat dipastikan sejauhmana bentuk pengaruh yang wujud. Ini menimbulkan beberapa persoalan yang perlu dijawab. Pertama, apakah faktor-faktor yang mempengaruhi gelagat struktur modal firma Islam. Kedua, sejauhmana kemampuan instrumen pembiayaan Islam dapat mengatasi masalah maklumat tak simetri dan kos/konflik agensi atau bagaimana cara untuk mengatasi masalah-masalah tersebut. Ketiga, apakah kesan pengaplikasian zakat konsisten dengan kesan cukai dan apakah perbezaan pengiraan zakat memberi kesan berbeza kepada pemilihan struktur modal firma. Ketiga-tiga persoalan ini, kemudiannya dirangkumkan untuk menjawab persoalan apakah kesan maklumat tak simetri, kos/konflik agensi, kos kebancrapan, cukai dan zakat kepada keputusan struktur modal firma.

Bagi menjawab persoalan pertama, pengenalpastian masalah kos/konflik agensi dan maklumat tak simetri dalam pembiayaan sistem Islam perlu dikupas. Sebagaimana yang telah dibincangkan dalam sub tajuk konflik agensi masalah konflik agensi timbul akibat sikap pengurus yang

mengutamakan faedah persendirian. Ismath Bacha (2001) mendapati masalah ini juga wujud dalam pembiayaan mudharabah. Menurut beliau, peningkatan faedah persendirian akan meningkatkan utiliti pengurus dan pada masa yang sama meningkatkan kos yang perlu ditanggung oleh pembekal dana dan mengurangkan keuntungan yang boleh dikongsi bersama. Dalam kerangka kerja pemaksimuman utiliti, dijangkakan pengurus akan terus meningkatkan kos bagi penggunaan persendirian sehingga utiliti sut peningkatan faedah persendirian setara dengan pengurangan dalam perkongsian keuntungan.

Manakala menurut Sarker (2000) masalah kos agensi timbul akibat maklumat tak simetri dan kos pengawasan yang tinggi. Aggrawal dan Yousef (1996) mendapati kecenderungan bank menggunakan pembiayaan hutang adalah akibat peningkatan kos agensi. Oleh kerana keuntungan dikongsi bersama dan keuntungan merupakan hasil setelah ditolakan kos-kos yang terlibat, maka mudarib mempunyai insentif yang tinggi untuk meningkatkan kos melalui peningkatan faedah persendirian.

Saiful Azhar (1995) dan Aggrawal dan Yousef (1996) mengupas lebih mendalam lagi masalah maklumat tak simetri ini yang disebabkan oleh masalah *moral hazard* dan *adverse selection* dalam pembiayaan mudharabah. Masalah *moral hazard* berlaku apabila wujud ketidakcekapan bank (rabbulmal) memilih pengusaha (mudarib) yang mengutamakan faedah persendirian dengan menggunakan kelengkapan dan perbelanjaan pelaburan bagi kepentingan peribadi. Modal yang dibekalkan tidak digunakan secara cekap serta berlaku ketidakjujuran pengurusan. Manakala masalah *adverse selection* timbul apabila bank menentukan untuk menjalankan projek berisiko tinggi yang diuruskan oleh pengusaha yang kurang beretika dan tidak berkemampuan. Oleh kerana bank sebagai rabbulmal telah mengeluarkan kos yang tinggi, maka bank terpaksa mencari alternatif menggantikan pengusaha tersebut bagi memastikan projek pelaburan dapat diteruskan. Seterusnya, Saiful Azhar (1995) mendapati adalah sukar untuk mengandaikan pihak bank dan pengusaha mempunyai maklumat yang setara berkaitan prospek projek. Akibat firma mempunyai maklumat yang lebih, maka firma akan bergelagat dengan memilih instrumen mudharabah bagi prospek projek yang kurang menguntungkan. Keadaan ini disebabkan oleh kontrak mudharabah mengandaikan kerugian yang disebabkan oleh risiko pasaran akan diserap sepenuhnya oleh pihak bank. Oleh itu, firma dengan prospek projek yang kurang menguntungkan akan cenderung menjual saham agar melibatkan pelabur baru untuk sama-sama berkongsi risiko jika projek tersebut mengalami kerugian.

Manakala menurut Sarker (2000) bank mempunyai maklumat kualiti projek yang terbatas berbanding pengusaha yang mempunyai maklumat dalaman. Tambahan pula, pihak bank tidak dapat mengawal perjalanan projek serta pengusaha cenderung melaporkan keuntungan yang rendah. Implikasinya, dijangkakan firma yang mengalami keuntungan yang sedikit akan cenderung menggunakan perkongsian untung rugi.

Selanjutnya, Ismath Bacha (2001) berpendapat walaupun perkongsian untung dapat mengurangkan kos agensi, namun kos agensi dalam pembiayaan mudharabah boleh menjadi lebih besar berbanding pembiayaan ekuiti konvensional. Keadaan tersebut wujud disebabkan oleh kekangan rabbulmal melibatkan diri dalam operasi projek dan pengagihan kos yang ditanggung keseluruhannya oleh rabbulmal. Tambahan pula, sekiranya pembiayaan mudharabah digunakan bagi membiayai pembukaan cawangan baru, maka didapati urusan antara cawangan baru dengan cawangan lain bagi firma yang sama boleh menyebabkan kepada wujudnya peralihan harga. Peralihan harga tersebut seterusnya menyebabkan pengurangan keuntungan bagi cawangan firma yang menggunakan mudharabah. Sedangkan perkara sedemikian tidak berlaku dalam pembiayaan ekuiti konvensional kerana pihak bank mempunyai tuntutan yang tidak terbatas kepada keseluruhan aset firma.

Kebebasan dakwaan/pandangan para pengkaji di atas masih menjadi persoalan. Oleh itu, beberapa pandangan berikut akan dikemukakan dan sekaligus cuba menjawab persoalan kedua. Sebelum mengupas lebih lanjut kemampuan instrumen ekuiti mengatasi masalah kos agensi dan maklumat tak simetri, kajian empirik yang mengupas kemampuan sistem pembiayaan ekuiti di Jepun akan dibincangkan. Umpamanya kajian oleh Ritter et al. (1999) mendapati masalah maklumat tak simetri menjadi punca kepada konflik antara pemegang saham (firma) dan pemberi pinjaman (bank) serta konflik antara pengurus (mudharib) dan pemegang saham (pembekal dana termasuk bank). Konflik antara pemegang saham dan pemberi pinjaman wujud akibat masalah *adverse selection* dan *moral hazard*. Masalah *adverse selection* timbul apabila firma mempunyai insentif untuk tidak memberitahu/melapurkan risiko sebenar projek bagi tujuan mendapatkan pembiayaan/pinjaman. Manakala masalah *moral hazard* wujud apabila firma mempunyai insentif untuk menjadi lebih berisiko selepas mendapat pembiayaan/pinjaman. Ini disebabkan kekangan liabiliti yang akan menyebabkan pemegang saham lebih mementingkan kejayaan projek dan bimbang projek gagal. Manakala konflik antara pengurus dan pemegang saham timbul akibat objektif pemegang saham untuk meningkatkan nilai firma dengan memaksimumkan kekayaan pemegang saham melalui pemaksimuman nilai

saham. Manakala pengurus pula ingin meminimumkan usaha dan memaksimumkan pendapatan persendirian (gaji), kuasa dengan menambah saiz firma, dan faedah persendirian.

Namun, masalah-masalah tersebut dapat dikurangkan dan diatasi di Jepun. Bank bukan sahaja sebagai pembekal dana, tetapi juga sebagai pengawalselia dan pemegang saham firma. Setiap bulan, pengurus firma bersama pemegang saham terbesar dan bank akan bermesyuarat sebagai badan pengawalselia kepada perancangan projek dan dasar firma. Menurut Ritter et al. (1999), aktiviti pengawalseliaan dapat mengurangkan konflik tersebut. Kebiasaannya ekuiti dimiliki oleh pelabur individu, pembekal dana (bank kongsi modal) dan orang awam. Konflik antara pemegang saham dan pemberi pinjaman dapat diselesaikan kerana pemberi pinjaman (bank) adalah juga merupakan pemegang saham. Maka di sini bank memainkan peranan sebagai pengawalselia kepada pengurusan operasi projek.

Maka kajian empirik di Jepun membuktikan pembiayaan ekuiti khususnya masyarakat dapat mengatasi konflik yang timbul. Konflik antara pemegang saham dan pengurus dapat dikurangkan kerana pemilik firma juga merupakan pengurus firma melalui mekanisme masyarakat. Ini disebabkan oleh kehendak pengurus adalah juga merupakan kehendak pemilik firma (pemegang saham). Namun, konflik tersebut sukar diatasi malah boleh menjadi lebih buruk dalam pembiayaan hutang dan mudharabah disebabkan pembekal dana pinjaman tidak dibenarkan untuk terlibat sama dalam pengawalseliaan operasi projek.

Selanjutnya, menurut Jensen dan Meckling (1976), pengurus mengutamakan faedah persendirian kerana pengurus tidak berupaya memperoleh keseluruhan faedah daripada aktiviti penambahan keuntungan. Namun dalam pembiayaan ekuiti Islam, keuntungan yang diperoleh akan dibahagi bersama mengikut sumbangan modal pengusaha dan pembekal dana/pelabur/pemegang saham. Oleh itu pengusaha akan cuba mendapatkan pulangan yang tinggi dengan mengurangkan kos yang perlu ditanggung termasuk tidak mengutamakan faedah persendirian. Maka dijangkakan instrumen pembiayaan ekuiti dapat mengurangkan konflik antara pengurus dan pemegang saham/pelabur/pembekal dana.

Manakala Harris dan Raviv (1991) mengandaikan wujud konflik antara pengurus dan pelabur/pemegang saham/ pembekal dana disebabkan oleh andaian pengurus sentiasa ingin meneruskan operasi manakala pelabur cenderung untuk membubarkan firma. Namun konflik tersebut dapat dikurangkan dengan menggunakan pembiayaan ekuiti Islam. Didapati kecenderungan pengurus yang sentiasa ingin meneruskan operasi adalah konsisten dengan kehendak pelabur disebabkan wujud perkongsian

keuntungan. Dengan meneruskan operasi, kedua-dua pihak akan menerima keuntungan yang berterusan sekiranya projek pelaburan berjaya.

Masalah pembiayaan mudharabah boleh diatasi dengan pembiayaan musyarakah. Ini memandangkan dalam pembiayaan musyarakah tidak mensyaratkan pemegang saham tidak boleh terlibat sama dalam operasi projek pelaburan. Oleh itu, sekiranya berlaku pengurus yang mengutamakan faedah persendirian, maka pemilik dana dibenarkan untuk terlibat sama atau campurtangan bagi mengawalselia perjalanan projek. Campurtangan tersebut bukan sahaja dapat mengurangkan kos agensi bahkan dapat mengurangkan masalah maklumat tak simetri antara pengurus dan pembekal dana. Pada masa yang sama melalui mekanisme musyarakah, pengusaha berupaya/dibenarkan untuk meningkatkan sumbangan modal firma, juga bermakna pengusaha mempunyai peluang untuk meningkatkan bahagian keuntungan firma dari semasa ke semasa. Maka kebarangkalian pengusaha meningkatkan faedah persendirian adalah rendah kerana aktiviti tersebut akan mengurangkan keuntungan yang bakal diperoleh.

PELUANG PELABURAN DAN TEKANAN KEWANGAN

Di samping memikirkan bagaimana kos agensi dan maklumat tak simetri yang boleh menentukan pemilihan struktur modal Islam, faktor peluang pelaburan dan tekanan kewangan juga harus diambil kira. Bagi firma yang mempunyai peluang pelaburan yang banyak dijangkakan cenderung menggunakan pembiayaan ekuiti. Penggunaan instrumen tersebut membolehkan firma terlibat dalam banyak projek pelaburan kerana risiko bagi setiap projek dapat dikurangkan dengan wujudnya perkongsian risiko. Begitu juga bagi firma yang menjangkakan pulangan pelaburan yang tinggi. Projek pelaburan yang mendatangkan keuntungan yang tinggi juga mempunyai risiko yang tinggi. Oleh itu dijangkakan firma lebih cenderung untuk berkongsi risiko dengan menggunakan pembiayaan ekuiti berbanding pembiayaan hutang. Penggunaan pembiayaan hutang menyebabkan firma terpaksa menyerap keseluruhan kos dan risiko pelaburan.

Bagi firma yang mengalami tekanan kewangan pula, dijangkakan akan cenderung menggunakan instrumen pembiayaan ekuiti kerana wujud kaedah perkongsian keuntungan, kerugian, risiko dan kos. Penggunaan hutang menyebabkan firma perlu menanggung hutang asas berserta peratusan tertentu sebagai keuntungan bagi bank/pembekal dana. Keadaan akan menjadi lebih buruk sekiranya projek pelaburan tersebut mengalami kerugian. Tindakan memilih pembiayaan hutang akan menyebabkan firma terdedah kepada kebangkrutan.

Manakala bagi firma yang mengalami hutang berlebihan, firma akan mengekalkan nisbah hutang sedia ada dan akan mendapatkan tambahan dana melalui pembiayaan ekuiti. Kebarangkalian firma mengalami kebangkrutan akan meningkat, sekiranya firma menambah dana melalui pembiayaan hutang.

KESAN ZAKAT

Dijangkakan pengaplikasian cukai korporat dan zakat perniagaan memberi kesan yang berbeza kepada struktur modal firma. Teori struktur modal konvensional khususnya model perimbangan statik menggariskan faedah cukai menjadi penyebab kepada kecenderungan firma memilih pembiayaan hutang. Namun, firma Islam seperti di Malaysia, menghadapi dilema yang lebih kompleks kerana dikehendaki membayar kedua-dua zakat dan cukai.

Perincian persoalan ketiga yang dinyatakan dalam sub tajuk kos agensi dan maklumat tak simetri perlu melihat penaksiran zakat perniagaan sebelum memahami kesan zakat kepada struktur modal. Terdapat pelbagai kaedah yang digunakan bagi menaksir zakat perniagaan. Kaedah yang berbeza digunakan bagi negeri yang berbeza. Namun begitu, atas usaha beberapa individu dan pusat pungutan zakat, maka satu kaedah pengiraan standard telah diwujudkan bagi menyelaraskan kaedah penaksiran zakat perniagaan bagi semua negeri seluruh Malaysia. Terdapat dua format penaksiran zakat perniagaan yang dicadangkan iaitu; pertama, model modal berkembang (urufiyyah) dan kedua, model modal kerja (syar'iyah).

Pada asasnya penaksiran zakat perniagaan adalah kepada modal dan terbitan yang dapat dikembangkan daripadanya. Sumber modal ini meliputi dana pemilik perniagaan, dana dari pelaburan luar dan dana dalam bentuk pinjaman. Sekiranya keseluruhan modal digunakan untuk aktiviti yang mendatangkan hasil secara langsung, maka modal dan keuntungan bersih perniagaan akan tertakluk kepada taksiran zakat. Maka jelas di sini bahawa asas zakat adalah terhadap sesuatu harta yang berkembang.

Namun begitu, seperti yang kemukakan oleh Pusat Zakat Selangor ada digariskan beberapa item yang boleh dizakatkan dan dikecualikan daripada zakat. Item-item yang dizakatkan meliputi; pertama, sumber milik sempurna yang meliputi sumbangan modal (musyarakah dan mudharabah), pinjaman kewangan (jangka pendek dan jangka panjang), pembiayaan modal pajakan kewangan, hutang al Bai' Bithaman Ajil, Bai' al-I'nah dan Bai' al-Wafa. Kedua, sumber secara tak langsung seperti penerimaan wang deposit perkhidmatan, wang cagaran, wang pertaruhan dan seumpamanya yang dipegang untuk satu tempoh. Ketiga, semua agihan sumber setelah

cukup nisab dan haul seperti dividen (termasuk dividen interim), pulangan atas simpanan/yuran dan pemberian honorarium. Dan keempat, semua liabiliti operasi yang tertunggak dari tahun-tahun sebelumnya.

Manakala item-item yang dikecualikan zakat meliputi aset tetap dan aset bukan semasa, harta milik tak sempurna, dana diniatkan untuk kebajikan, liabiliti operasi dan harta haram atau tidak suci.

Oleh kerana, zakat dikenakan kepada modal kerja dengan mengambilkira beberapa pelarasan, maka peningkatan atau penurunan dalam modal kerja akan mempengaruhi amaun yang dizakatkan dan corak pembiayaan firma. Item yang diambilkira dalam mengira modal kerja adalah aset semasa dan liabiliti semasa. Item cukai perniagaan adalah merupakan liabiliti semasa bagi firma. Oleh itu, dijangkakan cukai perniagaan yang tinggi daripada penggunaan hutang yang rendah akan meningkatkan item liabiliti semasa. Seterusnya menyebabkan nilai modal kerja yang rendah. Maka zakat perniagaan yang dikenakan juga adalah rendah. Begitu pula sebaliknya. Maka dijangkakan bagi firma yang membayar zakat perniagaan akan cenderung menggunakan pembiayaan ekuiti berbanding pembiayaan hutang. Dapat disimpulkan tanggungjawab membayar zakat menjadi pendorong kepada firma untuk menggunakan pembiayaan ekuiti.

KESIMPULAN

Hasil kajian awalan ini mendapati wujudnya kos dan faedah pembiayaan hutang, kepelbagaian aset, kadar faedah kurang risiko, saiz kos pemodalan semula, peningkatan aliran tunai selepas cukai apabila firma menambah penggunaan hutang dan kecenderungan entiti pembiaya kepada hutang berbanding ekuiti yang telah menyebabkan beberapa pengkaji menerangkan struktur modal dengan menggunakan teori yang berbeza. Bagi tujuan tersebut, beberapa perkara perlu dipertimbangkan sebelum firma membuat keputusan pemilihan pembiayaan. Umumnya, firma akan menggunakan hutang yang banyak bagi mendapatkan faedah cukai dan bagi tujuan mengurangkan konflik yang berlaku antara *stakeholder*. Begitu juga dengan kos transaksi yang terlibat, firma cenderung memilih hutang berikutan kos penerbitan hutang lebih murah berbanding kos penerbitan ekuiti kecuali dalam beberapa kes. Namun begitu, penggunaan hutang yang melebihi tahap struktur modal optima akan menyebabkan firma terdedah kepada masalah kebangkrutan. Tambahan pula, melalui masa, firma yang menjangkakan prestasi yang kurang memberangsangkan akan memilih pembiayaan ekuiti. Namun begitu, bukti empirik kajian yang diaplikasikan

kepada negara maju dan membangun mendapati: pertama, kecenderungan firma memilih sumber pembiayaan bergantung kepada asas perekonomian negara sama ada struktur kewangan negara berasaskan pasaran atau berasaskan bank. Kedua, ukuran keumpilan berbeza termasuk standard perakaunan berbeza memberikan kesan berbeza kepada pembolehubah penerang. Ketiga, proksi dan ukuran berbeza bagi pembolehubah penerang memberi kesan berbeza kepada kecenderungan struktur modal firma.

Perkembangan terkini dengan wujudnya perbankan Islam, struktur modal Islam juga turut mendapat perhatian dan tumpuannya kepada masalah yang terbit daripada penggunaan sumber kewangan luaran, keunikan instrumen pembiayaan ekuiti Islam dan kecenderungan perbankan Islam menawarkan instrumen hutang. Instrumen pembiayaan ekuiti Islam khususnya musyarakah masih belum diterokai sepenuhnya. Dijangkakan berkemungkinan besar penglibatan bank dan pemegang saham dalam operasi pelaburan firma seperti di Jepun dan Jerman bagi pembiayaan ekuiti mampu menjana pelaburan dan keuntungan dengan lebih efisien. Tambahan pula, keunikan perkongsian risiko hanya wujud dalam pembiayaan ekuiti Islam. Oleh itu, pertimbangan pemilihan struktur modal firma Islam perlu mengambilkira beberapa perkara tambahan yang berkaitan dengan masalah kos agensi dan maklumat tak simetri dalam pembiayaan mudharabah dan musyarakah serta keperluan firma membayar zakat.

RUJUKAN

- Abd. Ghafar Ismail. 1994. Monetary policy in a deregulated commercial banks and in the presence of Islamic banks. Disertasi PhD. University of Southampton.
- Abd. Ghafar Ismail & Surtahman Kastin Hassan. 2000. Mudharabah: antara justifikasi keadilan dan aplikasinya dalam sistem kewangan Malaysia. *Jurnal IKIM* 8(1): 95-113.
- Abd. Ghafar Ismail & Surtahman Kastin Hassan. 2003. Teori struktur modal: satu ulasan. *Utara Management Review* (akan diterbitkan).
- Abd. Ghafar Ismail, Nur Azura Sanusi & Nafisah Mohammed. 2001. The choice between debt and equity with no tax: an empirical study. Kertas kerja Bengkel Kebangsaan Capacity Building Towards Excellence in Policy Oriented Research. Universiti Utara Malaysia, Kedah, 23-24 April.
- Abd. Ghafar Ismail, Nur Azura Sanusi, Nafisah Mohammed & Ramlah Kasran. 2002. Capital adequacy requirement for Islamic banks. *Journal of Islamic Banking and Finance* 19(3): 24-32.
- Agrawal, R. 1981. International differences in capital structure norms: an empirical study of large European companies. *Management International Review* 21(1): 75-88.

- Aggrawal, R. & T. Yousef. 1996. Islamic banks and investment financing. Tidak diterbitkan.
- Aggrawal, R. & T. Yousef. 2000. Islamic banks and investment financing. *Journal of Money, Credit and Banking* 32(1): 93-120.
- Akerlof, G. A. 1970. The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics* 84: 488-500.
- Anderson, C. W. & A. K. Makhija. 1999. Deregulation, disintermediation and agency costs of debt: evidence from Japan. *Journal of Financial Economics* 51(2): 309-339.
- Asquith, P., R. Gertner & D. Scharfstein. 1994. Anatomy of financial distress: an examination of junk-bond issuers. *Quarterly Journal of Economics* 625-658.
- Babu, S. & P. K. Jain. 1998. Empirical testing of pecking order hypothesis with reference to capital structure practices in India. *Journal of Financial Management & Analysis* 11(2): 63-74.
- Barclay, M. & C. Smith. 1995. The maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance* 40: 609-631.
- Bashir, A. H., A. Darrat & O. Suliman. 1993. Equity capital, profit sharing contracts and investment: theory and evidence. *Journal of Business Finance and Accounting* 20(5): 639-651.
- Bashir, A. H. 2000. Determinants of profitability and rate of return margins in Islamic Banks: some evidence from the Middle East. Kertas kerja Seventh Annual Conference. Amman: Jordan.
- Berger, A. N. & G. F. Udell. 1990. Collateral, loan quality and bank risk. *Journal of Monetary Economics* 25: 21-42.
- Berger, P., E. Ofek & D. Yermack. 1997. Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance* 50: 1411-1430.
- Booth, L., V. Aivazian, A. D. Kunt & V. Maksimovic. 2001. Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance*: 87-130.
- Chirinko, R. S. & A. R. Singha. 1999. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment. *Journal of Financial Economics* 58(3): 417-425.
- Dar, H. & J. Presley. 2001. Lack of profit sharing in Islamic banking: management and control imbalances. *International Journal of Islamic Financial Services* 2(2): <http://www.islamiqdaily.com>.
- DeAngelo, H. & R. W. Masulis. 1980. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics* 8: 3-29.
- Donaldson, G. 1963. Financial goals: management vs stockholders. *Harvard Business Review* 41: 116-129.
- Ebrahim, M. S. 2000. Pricing asset backed Islamic financial instruments. *International Journal of Theoretical and Applied Finance* 3(1): 59-83.
- Elton, E. & M. Gruber. 1970. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. *Review of Economics and Statistics* 52(1): 68-74.
- Fama, E. F. & M. H. Miller. 1972. *The theory of finance*. New York: Holt, Rinehart and Winston.

- Fama, E. F. & K. French. 1998. Taxes, financing decisions and firm value. *Journal of Finance* 53: 819-843.
- Ferri, M. & W. Jones. 1979. Determinants of financial structure: a new methodological approach. *Journal of Finance*: 631-644.
- Fisher, F., R. Heinkel & J. Zechner. 1989. Dynamic capital structure choice: theory and tests. *The Journal of Finance* 44: 19-40.
- Frank, M. & V. Goyal. 2000. Testing the pecking order theory of capital structure. <http://home.ust.hk/~goyal/Frank-Goyal-PeckingOrder.pdf>.
- Ghosh, A. & F. Cai. 1999. Capital structure: new evidence of optimality and pecking order theory. *American Business Review* 17(1): 32-38.
- Ghosh, A., F. Cai & W. Li. 2000. The determinants of capital structure. *American Business Review* 18(2): 128-132.
- Gilson, S., K. John & L. Lang. 1990. Trouble debt restructurings: an empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of Financial Economics* 27: 315-353.
- Gonodes, N. J. 1969. A test of the equivalent risk class hypothesis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*: 159-177.
- Graham, J. R. 1999. Do personal taxes affect corporate financing decisions?. *Journal of Public Economics* 73(2): 147-185.
- Harris, M. & A. Raviv. 1991. The theory of capital structure. *Journal of Finance* 46: 297-355.
- Haugen, R. A. & L. W. Senbet. 1978. The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure. *Journal of Finance* XXXIII(2): 383-393.
- Helwege, J. & N. Liang. 1996. Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms. *Journal of Financial Economics* 40: 429-458.
- Hoshi, T., A. Kasbyap & D. Scharfstein. 1990. Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese industrial groups. *Quarterly Journal of Economics* 56: 33-60.
- Houston, J. & C. James. 1996. Bank information monopolies and the mix of public and private debt claims. *Journal of Finance* 51: 1863-1889.
- Ismath Bacha. 2001. Conventional versus mudharabah financing: an agency cost perspective. Dalam *Islamic banking: how far have we go*. Tidak diterbitkan. Jabatan Kemajuan Islam Malaysia. 2001. *Panduan zakat di Malaysia*. Kuala Lumpur: Jabatan Kemajuan Islam Malaysia.
- Jain, P. K. 1996. Capital structure practices of private corporate sector in India. *The Management Accountant* 7.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and take-overs. *American Economic Review* 76: 323-329.
- Jensen, M. C. & W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Johnson, S. A. 1997. The effect of bank debt on optimal capital structure. *Financial Management* 26(4): 47-56.

- Jung, K., Y. C. Kim & R. M. Stulz. 1996. Timing, investment opportunities, managerial discretion and the security issue decision. *Journal of Financial Economics* 42: 159-185.
- Khan, Z. A. 1995. *Characteristics and structure of an Islamic bank*. Encyclopaedia of Islamic Banking and Insurance. London: Islamic Banking and Insurance IGS House.
- Longhran, T. & J. R. Ritter. 1995. The new issue puzzle. *Journal of Finance* 50: 23-52.
- Mackie-Mason, J. 1990. Do taxes affect corporate financing decisions?. *Journal of Finance* 45: 1471-1494.
- Mahmoud el-Gamal, M. A. 2000. A basic guide to contemporary Islamic banking and finance. Tidak diterbitkan.
- Masulis, R. W. 1980. The effects of capital structure change on security prices: a study of exchange offers. *Journal of Financial Economics* 8: 139-177.
- Miller, M. 1977. Debt and Taxes. *The Journal of Finance* 32(2): 261-275.
- Mirakhor, A. 1987. *Theoretical studies in Islamic Banking and Finance*. Houston: The Institute for Research in Islamic Studies.
- Mirakhor, A. 1995. *Theory of an Islamic financial system*. Encyclopaedia of Islamic Banking and Insurance. London: Islamic Banking and Insurance IGS House.
- Modigliani, F. & M. Miller. 1958. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *American Economic Review* 48: 261-297.
- Mohsen, F. Shamim, A. S. 1994. Financial instability and the share economy. *Eastern Economic Journal* 20(1): 75-84.
- Myers, S. C. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5: 147-175.
- Myers, S. C. 1984. The capital structure puzzle. *Journal of Finance* 39:575-592.
- Myers, S. C. & N. Majluf. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13: 187-221.
- Oliner, S. D. & G. D. Rudebusch. 1992. Sources of the financing hierarchy for business investment. *The Review of Economics and Statistics*: 643-654.
- Rajan, R. G. 1992. Insider and outsiders: the choice between informed and arm's length debt. *Journal of Finance* 47: 1367-1400.
- Rajan, R. G. & L. Zingales. 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance* 50: 1421-1460.
- Ritter, L. S., W. L. Sifer & G. F. Udell. 1999. *Principles of money, banking and financial markets*. United State: Addison-Wesley.
- Saiful Azhar Ramly. 1995. Asset management of Malaysian Islamic Bank: problems on Mudharabah Banking. *Journal IKIM* 3(2): 87-105.
- Scott, J. H. 1977. Bankruptcy, secured debt and optimal capital structure. *Journal of Finance* XXXII(1): 1-19.

- Sarker, A. A. 2000. Islamic business contracts, agency problem and the theory of the Islamic firm. *International Journal of Islamic Financial Services* 1(2): <http://www.islamiqdaily.com>.
- Shyam-Sunder, L. & S. C. Myers. 1999. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics* 51: 219-244.
- Siddiqi, M. N. 1983. *Partnership and profit sharing in Islamic law*. Leicester: The Islamic Foundation.
- Smith, C. & R. Watts. 1992. Incentive and tax effects of executive compensation plans. *Australian Journal of Management* 7: 139-157.
- Spieß, D. & J. Affleck-Graves. 1995. Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 38: 243-267.
- Stulz, R. M. 1990. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics* 26: 3-27.
- Tag El-Din, S. I. 1991. Risk aversion, moral hazard and financial islamization policy. *Review of Islamic Economics* 1(1): 49-66.
- Tag El-Din, S. I. 1992. Debt and equity in a primary financial market: a theory with Islamic implications. *Journal of King Abdul Aziz University: Islamic Economic* 4: 3-33.
- Taggart, R. A. 1977. A model of corporate financing decisions. *Journal of Finance* 32: 1467-1484.
- Titman, S. & R. Wessels. 1988. The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance* 32: 1467-1484.
- Uthman, U. 1994. Debt and equity contracts in the theory of social economy. *Review of Islamic Economics* 3(1): 1-18.
- Wrightsmann, D. 1978. Tax shield valuation and the capital structure decision. *Journal of Finance*: 650-656.
- Yang, J., G. C. Davis & D. J. Leatham. 2001. Impact of interest rate swaps on corporate capital structure: an empirical investigation. *Applied Financial Economics* 11: 75-81.
- Yusuf Qaradhawi. 2001. *Institusi zakat masa kini bagaimana menjayakannya?*. Terj. Arsil Ibrahim. Klang: Pusat Zakat Selangor.

Islamic Economics and Finance Research Group
Fakulti Ekonomi
Universiti Kebangsaan Malaysia
43600 UKM Bangi
Selangor Darul Ehsan
Malaysia
e-mail: jua7@hotmail.com