

**ANALISIS PENGARUH NILAI SUKUK, RATING
SUKUK, DAN RISIKO SUKUK TERHADAP *LAST*
YIELD SUKUK**

**(Studi Kasus Perusahaan Konvensional non-bank yang
Menerbitkan Sukuk di Indonesia Periode tahun 2008-2011)**



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk Menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

Dheni Saraswati Almara

12010111140198

FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS

UNIVERSITAS DIPONEGORO

SEMARANG

2015

**ANALISIS PENGARUH NILAI SUKUK,
RATING SUKUK, DAN RISIKO SUKUK
TERHADAP *LAST YIELD* SUKUK**

**(Studi Kasus Perusahaan Konvensional non-bank yang
Menerbitkan Sukuk di Indonesia Periode tahun 2008-2011)**



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk Menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

Dheni Saraswati Almara

12010111140198

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG**

2015

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Dheni Saraswati Almara

Nomor Induk Mahasiswa : 12010111140198

Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/ Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS PENGARUH NILAI SUKUK,
RATING SUKUK DAN RISIKO SUKUK
TERHADAP *LAST YIELD* SUKUK (Studi Kasus
Perusahaan Konvensional non Bank yang
Menerbitkan Sukuk di Indonesia Periode Tahun
2008-2011)**

Dosen Pembimbing : Dr. Harjum Muharam, SE., ME

Semarang, 9 Maret 2015

Dosen Pembimbing,

Dr. Harjum Muharam, SE., ME

NIP. 197202182000031001

PENGESAHAN KELULUSAN

Nama Penyusun : Dheni Saraswati Almara
Nomor Induk Mahasiswa : 12010111140198
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/ Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS PENGARUH NILAI SUKUK,
RATING SUKUK DAN RISIKO SUKUK
TERHADAP *LAST YIELD* SUKUK (Studi
Kasus Perusahaan Konvensional non Bank
yang Menerbitkan Sukuk di Indonesia Periode
Tahun 2008-2011)**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 19 Maret 2015

Tim Penguji

1. Dr. Harjum Muharram, SE., ME (.....)
2. Dr. Wisnu Mawardi, MM (.....)
3. H. Muhamad Syaichu, SE, M.Si (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Dheni Saraswati Almara, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: **ANALISIS PENGARUH NILAI SUKUK, RATING SUKUK DAN RISIKO SUKUK TERHADAP *LAST YIELD* SUKUK** (Studi Kasus Perusahaan Konvensional non Bank yang Menerbitkan Sukuk dan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2008-2011) adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar ijazah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 24 Februari 2015
Yang membuat pernyataan,

(Dheni Saraswati Almara)
NIM. 12010111140198

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

“A moment of patience in a moment of anger prevents a thousand moments of regret.” – Ali bin Abi Thalib

“Don’t stop when you’re tired. Stop when you’re done.” – Unknown

“Setiap kali kau merasa beruntung, percayalah bahwa doa Ibumu ada yang dikabulkan.” –Unknown

“You don’t have to great to start something but you have to start to be great.” – Zig Zager

Skripsi ini saya persembahkan kepada:

Orang tua, kakak dan adik, sahabat, serta orang-orang di sekitar saya yang selalu memberikan doa setulus hati untuk saya.

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur atas kehadiran Allah SWT yang telah memberikan berkat rahmat dan kasih-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan judul “ANALISIS PENGARUH NILAI SUKUK, RATING SUKUK DAN RISIKO SUKUK TERHADAP *LAST YIELD* SUKUK (Studi Kasus Perusahaan Konvensional non Bank yang Menerbitkan Sukuk di Indonesia Periode Tahun 2008-2011)”. Penulisan skripsi ini bertujuan untuk memenuhi salah satu syarat dalam menyelesaikan program pendidikan strata satu (S1) pada Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.

Selesainya skripsi ini tidak lepas dari bantuan berbagai pihak, sehingga pada kesempatan ini penulis mengucapkan terimakasih kepada:

1. Bapak Dr. Suharnomo. S.E., M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
2. Bapak Erman Denny Arfianto, SE., MM. selaku Ketua Jurusan Manajemen yang selalu memberikan motivasi kepada mahasiswa
3. Bapak Dr. Harjum Muharram, SE., ME. selaku dosen pembimbing dan ketua penguji skripsi yang telah meluangkan waktu dalam membimbing dengan penuh kesabaran sehingga skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik.
4. Drs. Prasetiono M.Si selaku dosen wali yang telah memberikan dukungan dan arahan selama masa studi.
5. Bapak dan Ibu dosen yang telah memberikan bekal ilmu pengetahuan yang berguna bagi penulis, serta staff dan karyawan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.

6. Keluarga tercinta, Bapak Budi Saddewa Soediro, Ibu Ch. Sinayangsih, mas Hilman Sani dan adik Rizky Sani. Terimakasih atas segala dukungan, arahan, motivasi, dan pengorbanan yang kalian berikan sehingga studi dan skripsi ini dapat terselesaikan.
7. Dinda Raditya terimakasih atas kesabaran, bantuan, semangat, motivasi, dan nasihat yang telah diberikan selama ini
8. Sahabat-sahabat CCM (Astrid, Mila, Yeni, Ligya, Rafika, Putri, Emily, Farrah, Belgis, Dwiki, Abram, Irfan dan Samuel) yang telah memberikan pengalaman berharga yang tak ternilai selama masa kuliah
9. Sahabat SMA Icha, Rifda, Denisa, Sifna, Resi, Ino, Lestari, Ijal, Ridho, Febri
10. Teman-teman baik Ajo, Yayas, Andika Rahadian, Favian Nafiega, Dian Ayu, Milzam, Aditya, Robinson, Bimo, Ayu, Galuh, Asta, dan sahabat Manajemen 2011 lainnya yang telah memberikan dukungan selama ini
11. Semua pihak yang mungkin tidak dapat disebutkan satu-persatu juga telah membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini masih banyak kekurangan dan kesalahan. Oleh karena itu, penulis mengharapkan kritik dan saran yang membangun demi kesempurnaan skripsi ini. Akhir kata, penulis berharap semoga skripsi ini bermanfaat bagi penulis dan para pembaca.

Semarang, 9 Maret 2015

Penulis,

Dheni Saraswati Almara

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh nilai sukuk, rating sukuk, dan risiko sukuk terhadap perusahaan yang menerbitkan sukuk periode tahun 2008-2011. Variabel nilai sukuk diproksikan dengan nilai sukuk to equity ratio, variabel rating dikonversikan menjadi kategorial ordinal dan variabel risiko sukuk diproksikan dengan value at risk dimana metode yang digunakan adalah variance-covariance. Teknik pemilihan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling criteria* (1) Perusahaan konvensional non bank yang mencatatkan sukuk di Bursa Efek Indonesia, (2) Perusahaan memiliki data yang mencukupi untuk dilakukan penelitian. Data sampel yang diperoleh adalah 19 perusahaan. Metode analisis yang digunakan adalah *multivariate regression*. Uji asumsi klasik dan uji hipotesis yang digunakan adalah dengan menggunakan uji t-statistik, pengujian koefisien determinasi (R^2), dan uji F-statistik untuk menguji pengaruh variabel model secara bersama-sama dengan tingkat signifikansi 5%. Penelitian ini juga melakukan uji asumsi klasik meliputi uji normalitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, dan uji multikolinearitas.

Berdasarkan hasil uji normalitas data, menunjukkan bahwa data penelitian berdistribusi normal. Berdasarkan dari hasil pengujian asumsi klasik dengan uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas tidak ditemukan adanya data yang menyimpang dari asumsi klasik. Hal tersebut menunjukkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini telah memenuhi syarat untuk menggunakan model persamaan regresi linier berganda. Dari hasil analisis dalam penelitian ini menunjukkan variabel nilai sukuk mempunyai korelasi negatif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap last yield sukuk, variabel rating mempunyai koefisien korelasi positif dan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap last yield sukuk, dan variabel risiko sukuk mempunyai koefisien korelasi positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap last yield sukuk.

Kata kunci : nilai sukuk, rating sukuk, risiko sukuk, *last yield sukuk*.

ABSTRACT

This study aims to examine the factors that affect last yield sukuk. This study uses three independent variables, namely sukuk value, sukuk rating, and risk of sukuk. with the dependent variable is the last yield of sukuk.

*The sampling technique used was purposive sampling criteria (1) The Company listed its sukuk on the Indonesia Stock Exchange, (2) the company has sufficient data to do research. The data sample obtained was 19 companies. The analytical method used is a multivariate regression. The assumption of classical test and hypothesis test using *t*-statistic, testing the coefficient of determination (*R*²), and the *F*-statistic to test the effect of model variables together with a significance level of 5%. This study also includes the classic assumption normality test, autocorrelation test, heteroscedasticity test, and multicollinearity test.*

Based on the data normality test results, the study shows that the data are normally distributed. Based on the test results with the classical assumption of multicollinearity test, autocorrelation and heteroscedasticity test did not find any data that deviate from the classical assumption. It shows that the data used in this study are qualified to use a multivariate regression model. From the analysis in this study shows sukuk value has a negative correlation coefficient and no significant effect on last yield sukuk, sukuk rating has a positive correlation coefficient and no significant effect on the last yield sukuk, and risk of sukuk has a negative correlation coefficient and significant effect on the last yield sukuk.

Keywords: sukuk value, sukuk rating, risk of sukuk, last yield

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN	ii
PENGESAHAN KELULUSAN.....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	v
KATA PENGANTAR.....	vi
ABSTRAK	viii
ABSTRACT	ix
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR TABEL	xv
DAFTAR GAMBAR	xvi
DAFTAR LAMPIRAN	xvii
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Masalah	9
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian	10
1.4 Sistematika Penulisan	11
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	
2.1 Landasan Teori	13
2.1.1 Pasar Modal	13

2.1.2 Pasar Modal Syariah	16
2.1.3 Jenis Efek yang Diperbolehkan dalam Pasar Modal Syariah.....	16
2.1.4 Obligasi Konvensional.....	19
2.1.5 Obligasi Syariah (Sukuk).....	21
2.1.6 Perbandingan Obligasi Konvensional dengan Sukuk.....	22
2.1.7 Jenis Sukuk.....	23
2.1.8 Jenis Akad yang Digunakan dalam Sukuk.....	25
2.1.9 Nilai Sukuk.....	31
2.1.10 Rating Sukuk.....	33
2.1.11 Risiko Sukuk.....	36
2.1.12 Yield Sukuk.....	38
2.2 Hubungan Antar Variabel	39
2.2.1 Hubungan antara Nilai Sukuk terhadap Last Yield Sukuk.....	39
2.2.2 Hubungan antara Rating Sukuk terhadap Last Yield Sukuk.....	39
2.2.3 Hubungan antara Risiko Sukuk terhadap Last Yield Sukuk.....	40
2.3 Penelitian Terdahulu	41
2.4 Kerangka Pemikiran Teoritis	44
2.5 Hipotesis	45

BAB III METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel	46
3.1.1 Variabel Penelitian	46
3.2 Definisi Operasional Variabel	46
3.2.1 Variabel Dependen.....	47
3.2.2 Variabel Independen.....	47
3.3 Jenis dan Metode Pengumpulan Data	50
3.4 Populasi dan Sampel Penelitian	51
3.5 Teknik Analisis Data	53
3.5.1 Value at Risk Variance-Covariance Method.....	53
3.5.2 Uji Asumsi Klasik.....	54
3.5.2.1 Uji Normalitas	54
3.5.2.2 Uji Autokorelasi	55
3.5.2.3 Uji Multikolinieritas.....	57
3.5.2.4 Uji Heteroskedastisitas.....	58
3.6 Teknik Pengujian Hipotesis.....	60
3.6.1 Uji T (Regresi Parsial)	60
3.6.2 Uji F.....	60
3.6.3 Koefisien Determinasi (R^2)	62

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Perusahaan Sampel	63
4.2 Pengolahan Data Penelitian.....	64
4.3 Statistik Deskriptif.....	65

4.4 Pengujian Hipotesis	
4.4.1 Uji Asumsi Klasik	67
4.4.1.1 Uji Multikolinieritas	67
4.4.1.2 Uji Autokorelasi.....	68
4.4.1.3 Uji Heteroskedastisitas	68
4.4.1.4 Uji Normalitas	71
4.4.2 Analisis Linier Berganda.....	73
4.3.4.1 Uji Koefisien Determinasi (R^2)	74
4.3.4.2 Uji F (Uji Signifikansi Secara Simultan).....	75
4.3.4.4 Uji T (Regresi Parsial)	76
4.4.3 Pengujian Hipotesis	78
 BAB V PENUTUP	
5.1 Kesimpulan	84
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	85
5.3 Saran.....	86
5.3.1 Saran Bagi Investor.....	86
5.3.2 Saran Bagi Penelitian Selanjutnya.....	86
 DAFTAR PUSTAKA	87
 LAMPIRAN	91

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Perbedaan Obligasi Syariah dan Obligasi Konvensional.....	22
Tabel 2.2 Standar Peringkat Menurut Pefindo	35
Tabel 2.3 Penelitian Terdahulu	41
Tabel 3.1 Definisi Operasional Variabel	49
Tabel 3.1 Sampel Perusahaan	52
Tabel 4.1 Emiten Sukuk dan Nama Sukuk	63
Tabel 4.2 Statistik Deskriptif	65
Tabel 4.3 Uji Multikolinieritas	66
Tabel 4.4 Uji Durbin Watson	69
Tabel 4.5 Uji Breusch-Godfrey	69
Tabel 4.6 Uji Glejser	71
Tabel 4.7 Uji Kolmogorov-Smirnov	73
Tabel 4.8 Uji Koefisien Determinasi (R^2).....	74
Tabel 4.9 Uji Signifikansi Simultan (F)	75
Tabel 4.10 Uji t	76
Tabel 4.11 Uji t Nilai Sukuk dan Last yield Sukuk.....	81
Tabel 4.12 Uji t Rating Sukuk dan Last yield Sukuk.....	83

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis	45
Gambar 4.1 Uji Heteroskedastisitas Metode Grafik	71
Gambar 4.2 Uji Normalitas Metode Grafik Plot	73
Gambar 4.3 Grafik Sukuk to Equity dan Last Yield Kondisi Ekstrim.....	80
Gambar 4.4 Grafik Rating Sukuk dan Last Yield Kondisi Ekstrim.....	82

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran A Tabulasi Data	91
Lampiran B Hasil Uji Asumsi Klasik	94
Lampiran C Hasil Teknik Pengujian Hipotesis	99
Lampiran D Hasil Uji Regresi Parsial Variabel Nilai Sukuk dan Rating Sukuk.	101

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Perkembangan pasar modal yang pesat dan dinamis memiliki peran yang sangat penting dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi suatu negara. Pelaksanaan fungsi ekonomi tidak lepas dari peran pasar modal sebagai fasilitator yang mempertemukan pihak yang *surplus* atau kelebihan dana kepada pihak yang membutuhkan dana. Pasar modal selain melaksanakan fungsi ekonomi juga melaksanakan fungsi keuangan yaitu sebagai penyedia dana yang dibutuhkan oleh pihak yang memerlukan dana, dan pihak yang memiliki dana dapat ikut terlibat dalam kepemilikan perusahaan tanpa harus menyediakan aktiva riil yang diperlukan untuk melakukan investasi. Investasi keuangan dapat dilakukan dengan menanamkan dana pada surat berharga (*financial asset*) yang diharapkan akan meningkat nilainya di masa mendatang. Adapun salah satu wujud dari investasi keuangan yang cukup diminati para investor adalah investasi di pasar modal.

Perusahaan dalam mendanai kegiatan operasionalnya membutuhkan suatu strategi pendanaan yang baik salah satunya dengan mengatur strategi investasi. Salah satu strategi tersebut adalah dengan berinvestasi menggunakan efek keuangan obligasi. Obligasi merupakan jenis efek berupa surat pengakuan hutang atas pinjaman uang dari masyarakat dalam bentuk tertentu, untuk jangka waktu sekurang-kurangnya 3 tahun dengan memberikan

imbalan bunga yang jumlahnya serta saat pembayarannya telah ditentukan terlebih dahulu. Dalam perjanjian suatu investasi, pihak investor memiliki pengetahuan terbatas dibandingkan dengan pihak manajerial perusahaan yang disebut dengan *asymmetric theory* atau ketidakseimbangan porsi informasi. Oleh karena itu, dalam pengambilan keputusan investasinya, investor biasanya mendasarkan pada sinyal yang diberikan perusahaan, salah satunya adalah pengumuman penerbitan obligasi. Penerbitan obligasi dianggap sebagai *good news* oleh para investor dengan persepsi perusahaan akan berprospek bagus di masa yang akan datang. Oleh karena itu, penerbitan obligasi dapat digunakan sebagai salah satu sumber pembiayaan perusahaan.

Fenomena menarik yang terjadi di pasar modal dunia dalam satu dekade terakhir adalah kehadiran efek keuangan berprinsip syariah dengan tingkat pertumbuhan yang sangat pesat. Efek keuangan syariah mengharamkan adanya unsur *riba* atau pendapatan berdasarkan *interest based instrument*. Secara etimologis, *riba* berarti tambahan dan secara terminologis berarti sesuatu yang lebih dari modal dasar adalah *riba* baik sedikit maupun banyak. Terdapat beberapa alasan mengapa *riba* diharamkan, antara lain *riba* mencegah kebaikan karena *riba* mengambil keuntungan dari kebutuhan orang lain, yang kedua adalah *riba* memutuskan keterkaitan antara kekayaan dan usaha, karena *riba* dapat membuat seseorang memperoleh kekayaan tanpa atau hanya dengan sedikit usaha dan yang terakhir adalah *riba* disamakan dengan pencurian karena pada hakikatnya uang tidak akan melahirkan uang dan uang tidak memiliki fungsi lain selain menjadi alat tukar. Pertimbangan seperti ini

ternyata membuat efek keuangan syariah banyak diminati oleh para investor sehingga perusahaan-perusahaan konvensional seakan berlomba-lomba menerbitkan efek keuangan berbasis syariah. Pasar modal dalam lingkungan syariah dianggap dapat memberikan *competitive advantage* atau keunggulan kompetitif bagi *issuer* sukuk dibandingkan dengan *issuer* obligasi konvensional dimana investor tertentu enggan untuk *subscribe*.

Adanya tuntutan pasar akan investasi yang halal dan terhindar dari *riba*, *gharar*, dan *maysir* menyebabkan terjadinya perkembangan kegiatan investasi menjadi berbasis syariah. Salah satu instrumen investasi yang mengalami perkembangan adalah obligasi syariah atau sukuk sebagai bentuk investasi portfolio yang setiap tahun mengalami perkembangan. Obligasi syariah atau sukuk memiliki pengertian yang tidak jauh berbeda dengan obligasi konvensional hanya saja sukuk bukan merupakan surat hutang namun lebih kepada unit penyerta dana yang mewajibkan emiten membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo (Manan,2007). Sukuk berasal dari bahasa Arab atau *Sakk* yang merupakan dokumen yang menunjukkan kewajiban finansial yang timbul dari usaha perdagangan dan berbagai aktivitas komersial lainnya yang digunakan pada perdagangan internasional di wilayah Muslim pada abad pertengahan. Menurut fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN), obligasi syariah memiliki arti sebagai suatu surat berharga jangka panjang yang berdasarkan prinsip syariah, yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada

pemegang obligasi syariah berupa hasil/ *margin fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. *The Accounting and Auditing Organization of Islamic Financial Institution (AAOIFI)* menyimpulkan sukuk sebagai sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan yang tidak dibagikan atas suatu asset, hak manfaat, dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan investasi tertentu. Peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.A.13 memberikan definisi Sukuk sebagai Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*undivided share*) atas:

1. Aset berwujud tertentu
2. Nilai manfaat atas aset berwujud tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada;
3. Jasa yang sudah ada maupun yang akan ada
4. Aset proyek tertentu dan atau kegiatan investasi yang telah ditentukan

Fenomena saat ini yang terjadi adalah pertumbuhan pesat sukuk disebabkan oleh keunikan dan perbedaannya dengan obligasi konvensional sehingga memiliki keunggulan-keunggulan tersendiri, diantaranya adalah kemungkinan perolehan dari bagi hasil yang lebih tinggi daripada obligasi konvensional, obligasi syariah lebih aman karena mendanai proyek yang prospektif, apabila terjadi kerugian pemegang obligasi syariah tetap akan mendapatkan aktiva dan yang terakhir adalah terobosan paradigma karena sukuk bukan lagi surat hutang namun merupakan surat investasi (Manan, 2007). Pemerintahpun saat ini giat menerbitkan sukuk karena dinilai positif

untuk pemerintah mencari sumber pendanaan Anggaran Perencanaan Belanja Negara (APBN) yang digunakan untuk membiayai administrasi dan pembangunan publik. Sebagai bagian dari sistem pasar modal Indonesia, kegiatan di Pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah juga mengacu kepada Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal berikut peraturan pelaksanaannya (Peraturan Bapepam-LK, Peraturan Pemerintah, Peraturan Bursa dan lain-lain).

Mengacu pada laporan Tim Studi Minat Emiten di Pasar Modal (2009), dalam jangka waktu antara tahun 2002 sampai dengan pertengahan tahun 2009, produk syariah khususnya sukuk di pasar modal Indonesia telah menunjukkan perkembangan yang pesat. Dalam periode tersebut telah dilakukan 35 kali penerbitan sukuk yang dilakukan oleh 22 Emiten dan atau Perusahaan Publik dengan total nilai emisi sukuk sebesar Rp 5,97 triliun atau setara dengan 3,83% terhadap total nilai emisi obligasi. Masih rendahnya total nilai emisi sukuk dibandingkan total nilai emisi obligasi tersebut menunjukkan bahwa terdapat faktor-faktor lain yang mempengaruhi minat Emiten untuk menerbitkan sukuk Penerbitan sukuk tersebut dilakukan oleh Emiten yang bergerak dalam kegiatan usaha pertanian; pertambangan; industri dasar dan kimia; aneka industri; *property* dan *real estate*; infrastruktur, utilitas dan transportasi; keuangan; serta sektor industri perdagangan, jasa dan investasi.

Perusahaan konvensional non bank yang telah menerbitkan obligasi syariah ini antara lain PT.Indosat (sejak 2002), PT. Matahari Putra Prima (sejak 2004), PT. Indofood (sejak 2004) (Manan, 2007), GE Capital,

International Finance Corporation (IFC) (Godwelski, Turk-Arriss, dan Weill, 2011). Sedangkan untuk negara *issuer* sukuk diantaranya adalah Malaysia, Indonesia, negara-negara *Gulf Cooperation Council (GCC)*, bahkan pemerintah negara-negara Eropa termasuk Inggris dan Prancis telah mengambil langkah legal untuk mengakomodasi penerbitan sukuk di negaranya. Malaysia dan Indonesia merupakan pionir penerbitan efek keuangan syariah namun untuk peredaran sukuk terbesar di dunia masih terdapat di Malaysia sedangkan rasio jumlah penerbitan sukuk di Indonesia masih sangat rendah yaitu 14,77%. Berdasarkan data yang diterbitkan oleh *Malaysian Islamic Capital Market* sampai dengan pertengahan tahun 2009 rasio jumlah penerbitan sukuk terhadap total obligasi di Malaysia telah mencapai lebih dari 47,4%. Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa perkembangan sukuk di Indonesia masih jauh tertinggal dengan perkembangan sukuk di Malaysia dan membuktikan bahwa sukuk merupakan instrumen yang banyak diminati di Malaysia. Disamping hal itu semua nilai pertumbuhan sukuk yang cukup pesat ini nyatanya masih jauh berada dibawah obligasi konvensional. Penerbitan sukuk memiliki proses yang lebih rumit dibanding dengan obligasi konvensional karena harus mengikuti prinsip syariah yang telah ditentukan. Hal ini mengingat masyarakat masih cukup awam dengan keberadaan sukuk di Indonesia dibanding dengan obligasi konvensional yang telah eksis di Indonesia jauh sebelum munculnya sukuk.

Terdapat beberapa bentuk sukuk yaitu *Mudharabah, Musyarakah, Ijarah, Istisna, Salam*, dan Sekuritas Portfolio Sukuk Gabungan. Terdapat pula akad

perjanjian yang berbeda-beda dari tiap jenis sukuk. Dari jenis-jenis sukuk tersebut, yang memiliki peminat paling tinggi di Indonesia adalah sukuk Ijarah dan Mudharabah mengingat sukuk lain yang cukup sulit untuk dimengerti dan jumlahnya masih sedikit terdapat di Indonesia. Ijarah mekanismenya dapat dikatakan mirip dengan *leasing*. Sedangkan Mudharabah adalah bentuk kerjasama dengan *profit and loss sharing*. Indonesia sebagai negara yang bermayoritas muslim, menganggap keberadaan sukuk ini sebagai titik cerah pilihan investasi yang aman karena mengharamkan riba dan memiliki risiko yang lebih rendah. Obligasi syariah ini memiliki *fixed income* sehingga menguntungkan bagi para investor yang masih konservatif, serta dapat membantu mengatasi masalah manajemen likuiditas dan untuk pembiayaan sektor publik di negara berkembang (Manan, 2007). Sukuk tidak memberikan bunga namun penerbit obligasi atau emiten harus memberikan imbalan kepada para investor pemegang obligasi syariah berupa pembagian hasil, *margin* pendapatan, dan biaya sewa. Disamping faktor relijius, diduga terdapat faktor lain yang membuat perusahaan memutuskan untuk menerbitkan sukuk. Namun Mujahid dan Fitrijanti (2010) melakukan penelitian atas nilai sukuk yang dikeluarkan oleh perusahaan tidak berpengaruh pada yield sukuk.

Dalam penanaman investasi, investor menginginkan suatu tingkat hasil tertentu, namun hasil tersebut bersifat tidak pasti. Ada dua kemungkinan dalam investasi, yaitu hasil investasi lebih kecil dari yang diharapkan atau sebaliknya hasil investasi lebih besar dari yang diharapkan. Ketidakpastian itulah yang disebut dengan risiko. Ramasamy (2011) pada penelitiannya

mengungkapkan bahwa sukuk memiliki risiko yang lebih kecil dibanding obligasi konvensional dan investor sukuk akan memperoleh yield rate yang lebih tinggi dibanding obligasi konvensional maupun obligasi pemerintah. Penelitian yang dilakukan oleh Fathurahman dan Fitriati (2013) menghasilkan *yield to maturity* (YTM) sukuk lebih tinggi dibandingkan obligasi konvensional sehingga momen tersebut merupakan momen yang tepat untuk berinvestasi pada sukuk. Wahdy (2007) menganalisis rasio sukuk dengan obligasi konvensional pada pasar sekunder dan memberikan kesimpulan bahwa risiko dan yield sukuk tidak berbeda dengan obligasi konvensional. Terdapat penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Cakir dan Raei (2007) mengambil sampel obligasi dan sukuk global Malaysia, Pakistan, Qatar dan Bahrain mendapati bahwa diversifikasi yang mengikutsertakan sukuk dalam investasi portofolio secara signifikan mengurangi VaR (*Value at Risk*) portofolio dibandingkan dengan strategi investasi hanya pada obligasi konvensional. Namun terdapat tentangan atas hasil penelitian yang dilakukan oleh Vishwanath dan Azmi (2009) yang mengungkapkan bahwa sukuk terekspos risiko tingkat bunga, tingkat nilai tukar, risiko mata uang, dan spesifik risiko SPV (*specific propose vehicle*) yang tinggi dibanding obligasi konvensional dan Godlewski et al (2011) yang mengatakan bahwa penerbitan sukuk akan beresiko menurunkan nilai perusahaan.

Penerbitan sukuk juga harus memperhatikan tentang nilai sukuk itu sendiri dengan menggunakan proksi *sukuk to equity ratio* yang diwakili oleh tingkat *leverage (sukuk) ratio* yang dinilai sebesar perbandingan nilai nominal

penerbitan obligasi dengan total ekuitas perusahaan. Disamping itu, tiap sukuk memiliki tingkatan *rating* tersendiri berupa huruf yang berinterval dari AAA sampai BBB. Dimana *rating* tersebut menunjukkan kualitas penerbit sukuk yang dapat membayar *fee* dan pokok sukuk pada saat jatuh tempo. Perusahaan yang menerbitkan sukuk tentunya akan mengharapkan keuntungan dari keputusan pendanaannya yang dapat dilihat pada akhir laporan keuangan tahunan terdapat *yield sukuk*. Telah banyak penelitian sebelumnya yang meneliti tentang *sukuk* namun pada penelitian ini, penulis akan meneliti keterkaitan antara nilai sukuk, rating sukuk, risiko sukuk dengan *yield sukuk*.

Berdasarkan latar belakang diatas, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian berjudul **Analisis Pengaruh Nilai Sukuk, Rating Sukuk, dan Risiko Sukuk terhadap Last Yield Sukuk. (Studi Kasus Perusahaan Konvensional non-bank yang Menerbitkan Sukuk di Indonesia Periode tahun 2008-2011**

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang diatas, penulis tertarik untuk mengetahui dan memfokuskan penelitian ini dalam menganalisa pengaruh nilai sukuk, *rating* sukuk dan risiko sukuk terhaap *last yield sukuk*. Sehingga terdapat beberapa permasalahan utama antara lain :

1. Apakah nilai sukuk berpengaruh terhadap *last yield sukuk*?
2. Apakah *rating* sukuk berpengaruh terhadap *last yield sukuk*?
3. Apakah risiko sukuk berpengaruh terhadap *last yield sukuk*?

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1. Tujuan Penelitian
 - a. Untuk menganalisis pengaruh nilai sukuk terhadap *last yield sukuk*
 - b. Untuk menganalisis pengaruh *rating* sukuk terhadap *last yield sukuk*
 - c. Untuk menganalisis pengaruh risiko sukuk terhadap *last yield sukuk*
2. Kegunaan Penelitian
 - a. Penelitian ini diharapkan dapat menambah referensi, informasi, dan wawasan teori tentang obligasi syariah. Referensi ini nantinya dapat digunakan sebagai bahan rujukan dalam penelitian selanjutnya
 - b. Bagi para akademisi dan pelaku dunia bisnis, khususnya bagi investor maupun kreditur dapat memberikan bukti empiris dan memberikan informasi sebagai pertimbangan sebelum pengambilan keputusan investasi
 - c. Bagi pihak manajemen perusahaan setelah melihat dari hasil penelitian dapat digunakan untuk menyusun rencana investasi dan pendanaan perusahaan secara optimal

1.4 Sistematika Penulisan

Untuk memberikan gambaran yang cukup jelas tentang penelitian ini maka disusunlah suatu sistematika penulisan yang berisi mengenai informasi materi serta hal-hal lain yang berhubungan dengan penelitian ini. Adapun sistematika penelitian tersebut adalah sebagai berikut.

Bab I : PENDAHULUAN

Bab pertama merupakan bab pendahuluan yang mengemukakan latar belakang masalah penelitian, rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

Bab II : TINJAUAN PUSTAKA

Bab kedua membahas mengenai landasan teori yang mendasari penelitian, tinjauan umum mengenai variable dalam penelitian, pengembangan kerangka pemikiran teoritis, serta hipotesis penelitian.

Bab III : METODE PENELITIAN

Bab ketiga berisi penjelasan mengenai apa saja variable yang digunakan dalam penelitian serta definisi operasionalnya, apa saja populasi dan sampel yang digunakan, apakah jenis dan sumber data yang digunakan, kemudian metode pengumpulan data dan metode analisis data seperti apa yang dilakukan.

Bab IV : HASIL DAN ANALISIS

Bab keempat berisi penjelasan setelah diadakan penelitian. Hal tersebut mencakup deskripsi objek penelitian, analisis data, dan interpretasi hasil.

Bab V : PENUTUP

Berisi penjelasan mengenai kesimpulan dari hasil yang diperoleh setelah dilakukan penelitian. Selain itu, disajikan keterbatasan serta saran yang dapat menjadi pertimbangan bagi penelitian selanjutnya.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Pasar Modal

Pasar modal pada hakikatnya merupakan sarana untuk bertemunya pemilik dana atau investor dengan pengguna dana yaitu perusahaan yang telah *go public*. Undang-undang Nomor 8 tahun 1995 tentang pasar modal mendefinisikan bahwa pasar modal adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek diantara mereka. Bursa efek pada dasarnya adalah media yang menjembatani hubungan antara dana pemilik modal dengan pengguna modal. Pihak yang memiliki dana untuk investasi selanjutnya disebut investor adalah perseorangan ataupun lembaga/ badan usaha yang menyisihkan dananya untuk usaha yang bersifat produktif, dengan investasi pembelian saham atau obligasi. Pihak yang membutuhkan dana selanjutnya disebut emiten adalah perusahaan yang memerlukan dana atau tambahan modal untuk keperluan usahanya. Dana atau tambahan modal ini diwujudkan dalam bentuk surat berharga atau efek yang dapat berupa saham atau obligasi atau sertifikat atas saham. Husnan (1994) memberikan definisi pasar modal adalah pasar untuk berbagai instrumen keuangan atau sekuritas dengan waktu jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik dalam

bentuk utang maupun modal, baik yang diterbitkan oleh pemerintah dan perusahaan swasta. Dana jangka panjang yang berbentuk hutang biasanya menjadi instrumen obligasi (*bond*), sedangkan dana jangka panjang yang merupakan dana modal akan menjadi saham biasa (*common stock*) maupun saham preferen (*preference stock*).

Pasar modal berperan penting dalam perekonomian suatu negara karena dapat menciptakan fasilitas bagi investor dalam memenuhi permintaan dan penawaran modal sehingga banyak industri maupun perusahaan yang memanfaatkan pasar modal ini sebagai media untuk menarik investor yang dapat memperkuat posisi keuangan perusahaan tersebut. Darmadji dan Fakhruddin (2001) menyebutkan bahwa pasar modal memiliki dua fungsi utama yaitu:

1. Fungsi ekonomi. Maksud dari pasar modal memiliki fungsi ekonomi adalah peran dimana pasar modal bertindak sebagai media penghubung dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki dana (*investor*) dengan pihak yang memerlukan dana (*issuer*). Pasar modal diharapkan dapat menjadi fasilitator bagi investor untuk menginvestasikan dana yang ia miliki dengan harapan memperoleh imbalan di masa depan sedangkan bagi pihak *issuer* atau perusahaan dapat memanfaatkan dana tersebut tanpa harus menunggu dana tersedia dari operasi perusahaan.
2. Fungsi keuangan. Maksud dari pasar modal disebut memiliki fungsi keuangan adalah karena pasar modal memberikan kemungkinan dan

kesempatan memperoleh imbalan (*return*) bagi pemilik dana sesuai dengan karakteristik dan instrumen investasi yang dipilih.

Dalam menjalankan fungsinya, pasar modal terbagi menjadi beberapa macam yaitu (Umam, 2013) :

1. Pasar perdana, penjualan perdana efek atau penjualan efek oleh emiten atau perusahaan penerbit efek sebelum efek tersebut dijual melalui bursa efek dan dilepas ke masyarakat. Pada pasar perdana, efek dijual dengan harga emisi yang biasanya lebih rendah daripada harga di bursa efek sehingga perusahaan yang menerbitkan (*issuer*) hanya memperoleh dana dari penjualan tersebut
2. Pasar sekunder, yaitu penjualan efek setelah penjualan pada pasar perdana berakhir. Pada pasar sekunder ini, harga efek ditentukan berdasarkan kurs efek tersebut
3. Bursa paralel, merupakan alternatif bagi perusahaan *go public* untuk memperjualbelikan efeknya. Bursa paralel atau *over the counter* adalah suatu sistem perdagangan efek yang terorganisir di luar bursa efek resmi yang diatur dan diselenggarakan oleh Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek-efek (PPUE), diawasi dan dibina oleh Otoritas Jasa Keuangan. Disebut *over the counter* karena pertemuan antara penjual dan pembeli tidak dilakukan di suatu tempat tertentu tetapi tersebar diantara kantor para broker atau dealer.

2.1.2 Pasar Modal Syariah

Sebagaimana tertera pada Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 40/DSN-MUI/X/2003, Pasar Modal Syariah adalah kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek yang berprinsip syariah. Efek Syariah merupakan efek sebagaimana dimaksud dalam peraturan perundang-undangan di bidang Pasar Modal adalah surat berharga yang akad, pengelolaan perusahaannya, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip Syariah yaitu yang pertama adalah pasar modal beserta seluruh mekanisme kegiatannya terutama mengenai emiten, jenis Efek yang diperdagangkan dan mekanisme perdagangannya dipandang telah sesuai dengan Syariah apabila telah memenuhi Prinsip-prinsip Syariah. Lalu prinsip kedua yaitu suatu Efek dipandang telah memenuhi prinsip-prinsip syariah apabila telah memperoleh Pernyataan Kesesuaian Syariah.

Berbagai bentuk kegiatan di pasar modal memiliki tujuan untuk memperoleh keuntungan dari investasi efek yang dipilih oleh investor. Kegiatan tersebut sebenarnya dapat dikategorikan sebagai kegiatan ekonomi yang disebut dengan *muamalah*, yaitu suatu kegiatan yang mengatur tentang perjual-belian. Hal ini berarti kegiatan *muamalah* di pasar modal diperbolehkan kecuali ada dalil yang melarang atau tidak memperbolehkannya. Adanya suatu larangan inilah yang membedakan

pasar modal konvensional dengan pasar modal syariah dimana larangan-larangan dalam transaksi efek ini adalah antara lain :

1. Pelaksanaan transaksi harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi dan manipulasi yang di dalamnya mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba*, *maisir*, *risywah*, *maksiat* dan *kezhaliman*
2. Transaksi yang mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba*, *maisir*, *risywah*, *maksiat* dan *kezhaliman* sebagaimana dimaksud ayat 1 di atas meliputi:
 - a. *Najsy*, yaitu melakukan penawaran palsu;
 - b. *Bai'al-ma'dum*, yaitu melakukan penjualan atas barang (Efek Syariah) yang belum dimiliki (*short selling*);
 - c. *Insider trading*, yaitu memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan atas transaksi yang dilarang;
 - d. Menimbulkan informasi yang menyesatkan;
 - e. *Margin trading*, yaitu melakukan transaksi atas Efek Syariah dengan fasilitas pinjaman berbasis bunga atas kewajiban penyelesaian pembelian Efek Syariah tersebut;
 - g. *Ihtikar* (penimbunan), yaitu melakukan pembelian atau dan pengumpulan suatu Efek Syariah untuk menyebabkan perubahan harga Efek Syariah, dengan tujuan mempengaruhi Pihak lain;
 - h. Dan transaksi-transaksi lain yang mengandung unsur-unsur diatas.

2.1.3 Jenis Efek yang Diperbolehkan dalam Pasar Modal Syariah

Pasar modal syariah memiliki ketentuan khusus tentang efek yang diperbolehkan untuk diperjualbelikan. Tidak semua jenis efek diperdagangkan dalam pasar modal syariah karena menghindari larangan yang telah ditentukan oleh prinsip syariah. Oleh karena itu diperlukan seleksi yang memadai untuk mempertimbangkan jenis efek yang dapat diperdagangkan tersebut. Jenis-jenis efek yang diperbolehkan untuk diperdagangkan di pasar modal syariah sesuai dengan Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 40/DSN-MUI/X/2003 antara lain :

1. Efek Syariah mencakup Saham Syariah, Obligasi Syariah, Reksa Dana Syariah, Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset (KIK EBA) Syariah, dan surat berharga lainnya yang sesuai dengan Prinsip-prinsip Syariah.
2. Saham Syariah; merupakan bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang memenuhi kriteria prinsip syariah, dan tidak termasuk saham yang memiliki hak- hak istimewa.
3. Obligasi Syariah; merupakan surat berharga jangka panjang berdasarkan Prinsip Syariah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang Obligasi Syariah yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang Obligasi Syariah berupa bagi hasil/*margin/fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

4. Reksa Dana Syariah; merupakan Reksa Dana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip Syariah Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harta (*shahib al-mal/rabb al-mal*) dengan Manajer Investasi, begitu pula pengelolaan dana investasi sebagai wakil *shahib al-mal*, maupun antara Manajer Investasi sebagai wakil *shahib al- mal* dengan pengguna investasi.
5. Efek Beragun Aset Syariah; merupakan Efek yang diterbitkan oleh kontrak investasi kolektif EBA Syariah yang portofolionya terdiri dari aset keuangan berupa tagihan yang timbul dari surat berharga komersial, tagihan yang timbul di kemudian hari, jual beli pemilikan aset fisik oleh lembaga keuangan, Efek bersifat investasi yang dijamin oleh pemerintah, sarana peningkatan investasi/ arus kas serta aset keuangan setara, yang sesuai dengan Prinsip-prinsip Syariah.
6. Surat berharga komersial Syariah adalah surat pengakuan atas suatu pembiayaan dalam jangka waktu tertentu yang sesuai dengan Prinsip-prinsip syariah .

2.1.4 Obligasi Konvensional

Obligasi dalam Keputusan Presiden RI Nomor 775/KMK 001/ 1982 disebutkan bahwa obligasi adalah jenis efek berupa surat pengakuan hutang atas pinjaman uang dari masyarakat dalam bentuk tertentu, untuk jangka waktu sekurang-kurangnya tiga tahun dengan menjanjikan imbalan bunga yang jumlah serta saat pembayarannya telah ditentukan terlebih

dahulu oleh emiten (Badan Pelaksana Pasar Modal) (Manan, 2007). Emiten obligasi tersebut bisa berupa perusahaan, badan hukum dan juga pemerintah. Investasi dengan menerbitkan obligasi dipercaya memiliki potensi keuntungan lebih besar daripada produk perbankan karena akan memperoleh bunga dan kemungkinan adanya *capital gain* dari selisih harga jual beli saham di pasar modal atau bursa efek.

Obligasi menunjukkan hutang dari penerbitnya sehingga pemegang obligasi bertindak sebagai kreditor dari penerbit obligasi tersebut. Masa jatuh tempo obligasi konvensional berkisar antara 3- 3,5 tahun dan saat jatuh tempo tersebut penerbit obligasi diwajibkan melunasi pokok investasinya. Investor dengan *high return expectation* akan cenderung memilih obligasi konvensional karena mendapatkan penghasilan dari bunga dan dapat memaksimalkan *gain* di masa yang akan datang (Godlewski, Turk-Arriss, dan Weill, 2011). Signalling Theory digunakan untuk menjelaskan reaksi pasar terhadap pengumuman obligasi, hutang dan saham. Rasio konversi obligasi memberikan suatu sinyal tertentu pada *earning* perusahaan di masa datang (Alam, 2013). Dalam penerbitan obligasi berdasarkan *Asymmetric information model* menjelaskan bahwa *insider* perusahaan memiliki lebih banyak informasi dibanding *outsider* yang sekaligus mengembangkan *pecking order theory* atau penerbitan dan keputusan investasi dibawah situasi asimetri informasi menjelaskan bahwa harga saham jatuh saat perusahaan mengumumkan penerbitan saham untuk pendanaan investasinya namun harga saham tidak jatuh saat

perusahaan mengumumkan penerbitan hutang karena menurut *pecking order theory* perusahaan akan lebih memilih untuk menerbitkan hutang terlebih dahulu dibandingkan penerbitan saham baru.

2.1.5 Obligasi Syariah (Sukuk)

Fatwa No. 33/ DSN-MUI /X/ 2002 tentang obligasi syariah dinyatakan bahwa obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil / *margin* / *fee* serta membayar dana obligasi pada saat jatuh tempo (Manan, 2007). *The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institution* (AAOIFI) mendefinisikan sukuk sebagai sertifikat dengan nilai penyertaan yang sama, surat bukti penerimaan nilai dari sertifikat dan menempatkan nilai tersebut dalam penggunaan yang telah direncanakan. Sukuk merupakan ungkapan umum untuk kepemilikan dan hak pada asset berwujud, barang dan jasa, maupun ekuitas pada proyek dengan aktivitas investasi khusus (Nasir, 2009).

Sukuk tidak sama dengan sekuritas berbasis bunga lainnya, sukuk adalah obligasi dengan implementasi berprinsip syariah dan dalam penerbitannya harus ada unsur *underlying asset*. Sukuk memberikan *return* yang lebih rendah dibandingkan obligasi konvensional. Sukuk merupakan instrumen yang lebih likuid daripada obligasi konvensional sebagai bukti

kurangnya aktivitas pasar sekunder (Fathurrahman dan Fitriati, 2013). Sukuk meniadakan keuntungan yang berasal dari bunga karena berprinsip uang tidaklah menghasilkan uang. Uang tidak memiliki fungsi lain selain sebagai alat tukar. Oleh karena itu keuntungan yang berasal dari bunga atas uang yang kita tanamkan dianggap sebagai suatu pencurian.

2.1.6 Perbandingan Obligasi Konvensional dengan Sukuk

Terdapat beberapa persamaan dan perbedaan diantara kedua instrumen obligasi konvensional dan sukuk. Keduanya tidak dapat dikatakan duplikat namun tidak juga dapat dibilang berbeda secara keseluruhan. Sukuk dan obligasi konvensional memiliki persamaan pada pengaturan proses pendanaannya bahkan terdapat penelitian yang mengungkapkan bahwa sukuk adalah inovasi untuk meniru fitur-fitur keuangan obligasi namun dengan tambahan penerapan prinsip syariah (Mosaid dan Boutti, 2014)

Tabel 2.1
Perbedaan Obligasi Syariah dan Obligasi Konvensional

Keterangan	Obligasi Syariah	Obligasi Konvensional
Harga penawaran	100%	100%
Jatuh tempo	5 tahun	3 – 3,5 tahun
Pokok obligasi saat jatuh tempo	100%	100%
Pendapatan	Bagi hasil	Bunga

Return	15,5 – 16% indikatif	15,5 – 16%
Rating	AA+	AA+

Sumber : Abdul Manan, 2007

Alam (2013) memberikan pernyataan bahwa pengumuman penerbitan obligasi konvensional berefek positif terhadap reaksi pasar dan pengumuman sukuk berefek negatif terhadap reaksi pasar dan mempengaruhi nilai perusahaan setidaknya dalam jangka pendek. Hal ini sejalan dengan Godlewski, Ariss dan Weill (2011) yang menyebutkan bahwa terdapat perbedaan yang cukup signifikan antara obligasi konvensional dan sukuk dilihat dari reaksi pasar modal. Pasar modal bereaksi netral saat ada pengumuman penerbitan obligasi konvensional, namun pasar modal bereaksi negatif saat ada pengumuman penerbitan sukuk.

2.1.7 Jenis Sukuk

Sukuk terbagi dalam beberapa jenis berdasarkan *The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)* :

1. **Sukuk Ijarah** : Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad ijarah, dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati, tanpa diikuti perpindahan kepemilikan asset. Penerbitan sukuk Ijarah biasanya dimulai dari suatu akad jual beli asset misalnya gedung atau tanah oleh pemerintah atau suatu perusahaan

kepada suatu perusahaan yang ditunjuk (SPV- badan hukum yang didirikan khusus untuk penerbitan sukuk yang memiliki fungsi sebagai penerbit sukuk, menjadi *counterpart* pemerintah dalam transaksi pengalihan asset, dan bertindak sebagai wali amanat untuk mewakili kepentingan investor) untuk jangka waktu tertentu dengan janji membeli kembali setelah jangka waktu tersebut berakhir. Pemegang sukuk Ijarah akan mendapatkan keuntungan berupa *fee* (sewa) dari asset yang disewakan. Sukuk Ijarah mirip dengan mekanisme *leasing*. Di Indonesia, sukuk Ijarah memiliki peminat paling besar dibanding jenis sukuk yang lainnya.

2. **Sukuk Mudharabah:** Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad mudharabah, dimana satu pihak sebagai penyedia modal (*shahibul maal*) dan pihak lain sebagai penyedia tenaga dan keahlian (*mudharib*), keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan proporsi perbandingan (*nisbah*) yang disepakati sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal, sepanjang kerugian tersebut tidak ada unsur *moral hazard* (niat tidak baik dari mudharib). Kerugian atas sukuk Mudharabah yang ditanggung oleh penyedia modal adalah pengorbanan atas modal yang telah dikeluarkan dan kerugian bagi tenaga ahli adalah pengorbanan atas waktu, tenaga, dan pikiran. Sehingga dapat dikatakan kerugian yang timbul ditanggung bersama namun terdapat perbedaan dari bentuk kerugiannya. Investasi ini memberikan hasil yang fluktuatif namun dapat diperkirakan. Oleh karena

itu, para praktisi syariah menegaskan hasil aktual bisnis dapat mendekati hasil yang diperkirakan atau hasil ekspektasi apabila memiliki data yang cukup untuk menganalisa kecenderungan hasil bisnis contohnya seperti data dari proyek yang telah lama berjalan

3. **Sukuk Musyarakah** : Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad musyarakah, dimana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang sudah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.
4. **Sukuk Istisna** : Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad istisna, dimana para pihak menyepakati jual-beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek atau barang. Adapun harga, waktu penyerahan dan spesifikasi proyek/barang ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan.
5. **Sukuk Salam** : Sukuk yang dananya dibayarkan di muka dan komoditas menjadi hutang. Dana juga dalam bentuk sertifikat yang merepresentasikan hutang dan sukuk salam ini tidak dapat diperjualbelikan.

2.1.8 Jenis Akad yang Digunakan dalam Sukuk

Berbeda dengan obligasi, sukuk bukan efek berbasis hutang namun merupakan efek berbasis penyertaan. Transaksi antara investor dan

penerbit sukuk bukan pinjam meminjam tetapi investor menyertakan modalnya terhadap aset yang dibiayai oleh sukuk. Dengan demikian, investor menjadi bagian dari pemilik aset. Skema penerbitan sukuk memiliki berbagai variasi tergantung dari akad yang dipilih dan aset yang dibiayai, maka transaksi penerbitan maupun investasi sukuk diperbolehkan secara syariah selama tidak melenceng dari maksud awal penerbitan sukuk.

Peraturan Bapepam-LK No. IX.A.14 tentang akad yang digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah, terdapat dua jenis akad dalam penerbitan sukuk korporasi di Indonesia. Pertama yaitu akad *mudarabah* atau akad yang berbasis kerjasama, sehingga keuntungan investasi yang diperoleh investor tidak tetap karena sangat dipengaruhi oleh besarnya pendapatan usaha yang dihasilkan oleh aset yang dibiayai oleh sukuk. Akad *mudarabah* pada hakikatnya adalah ikatan penggabungan atau pencampuran berupa hubungan kerjasama antara pemilik usaha dengan pemilik harta, dengan syarat sebagai berikut (Umam, 2013):

1. Pemilik harta hanya menyediakan dana atau modal secara penuh dalam suatu aset tanpa ikut campurtangan dalam pengelolaan usaha
2. Pemilik usaha memberikan jasa mengelola harta secara penuh dan mandiri dalam aset atau kegiatan usaha tertentu
3. Pengelolaan usaha tunduk atas tata cara dan ketentuan yang telah disepakati

4. Pemilik harta memberikan kepercayaan secara penuh kepada pemilik usaha dan memberikan kebebasan kepada pemilik usaha untuk menentukan jenis usaha dan pengelolaannya
5. Pemilik harta dan pemilik usaha memiliki kesepakatan dalam cara penentuan hasil usaha yang secara umum hasil usaha berupa laba akan dibagi menurut nisbah dan waktu bagi hasil sesuai dengan kesepakatan bersama
6. Risiko usaha berupa kerugian harta ditanggung sepenuhnya oleh pemilik harta dan pemilik usaha mengalami kerugian berupa tenaga, pikiran, dan waktu dalam pengelolaan asset. Namun apabila pemilik harta merasa pemilik usaha tidak amanah dalam menjalankan pengelolaan asset maka pemilik harta dapat meminta pertanggungjawaban atas kerugian yang dialami
7. Apabila biaya variabel dari kegiatan usaha yang disepakati merupakan biaya yang sulit diduga, pemilik usaha dapat mengadakan suatu akad yang disebut akad *jai'z* untuk menanggung semua biaya tidak terduga tersebut atau menentukan batas maksimum biaya variabel yang dapat dibebankan
8. Biaya variabel yang sulit diduga tersebut merupakan bagian terbesar dari biaya dengan ketentuan bagi hasil yang mendekati praktik bagi pendapatan

9. Pemilik harta berhak sewaktu-waktu menarik dana atau hartanya namun pemilik usaha diberikan waktu untuk mencairkan harta dari usaha tersebut

Kedua, akad *ijarah* atau akad yang berbasis sewa menyewa. Akad *ijarah* pada hakikatnya adalah perjanjian pemberian hak untuk memanfaatkan objek melalui penguasaan sementara atau peminjaman objek dengan manfaat tertentu dengan membayar sejumlah imbalan tertentu kepada pemilik objek. *Ijarah* mirip dengan *leasing* tetapi tidak sepenuhnya sama karena *ijarah* didasari dengan adanya perpindahan manfaat namun tidak terjadi perubahan hak kepemilikan. Ketentuan umum akad *ijarah* adalah sebagai berikut:

1. Objek tidak hanya berupa harta fisik yang bergerak, tidak bergerak atau harta perdagangan namun dapat juga berupa jasa yang diberikan oleh manusia ataupun binatang. Hal ini jugalah yang membedakan *ijarah* dengan mekanisme *leasing*
2. Objek, manfaat yang dipinjamkan, dan nilai manfaat harus diketahui dan disepakati terlebih dahulu oleh para pihak yang melakukan perjanjian
3. Ruang lingkup pemakaian objek dan jangka waktu pemakaiannya harus dinyatakan secara spesifik
4. Pengguna manfaat atau dalam hal ini sebagai penyewa harus memberikan atau membagi hasil manfaat yang diperolehnya atas pemakaian objek tersebut dalam bentuk imbalan sewa atau upah

5. Secara umum, tata cara pembayaran sewa ditentukan menurut kinerja dari objek, tetapi dalam hal pengguna manfaat atau penyewa akan kinerja dari objek, pembayaran sewa dapat ditentukan menurut waktu pemakaian
6. Pengguna manfaat atau penyewa wajib menjaga objek *ijarah* wajib menjaga objek *ijarah* agar manfaat yang diberikan oleh objek tersebut dapat terjaga dengan baik
7. Pemberi sewa haruslah pemilik mutlak, agen dari pemilik mutlak, penjaga legal dari objek
8. Pemberi sewa atau pemilik objek *ijarah* dapat mengadakan suatu *akad jaiz* untuk menjual atau menghibahkan objek *ijarah* kepada pengguna manfaat atau penyewa berdasarkan ketentuan tertentu pada akhir dari masa sewa
9. Tidak diperbolehkan untuk mengadakan akad *ijarah* dan akad jual beli secara sekaligus pada waktu yang bersamaan karena akan menimbulkan keraguan akan keberlakuan akad.

Perbedaan paling menonjol antara akad *ijarah* dengan akad *mudarabah* terletak pada pemberian keuntungan kepada investor. Keuntungan yang diberikan kepada investor dengan akad *mudarabah* sifatnya tidak tetap sedangkan akad *ijarah* dapat memberikan keuntungan secara tetap. Hal tersebut dapat terjadi karena akad *ijarah* menggunakan skema sewa menyewa dimana investor sebagai pihak yang menyewakan modal kepada penerbit sukuk. Sukuk korporasi di Indonesia yang berbasis

ijarah diterbitkan pertama kali pada tahun 2004 sedangkan sukuk berbasis *mudharabah* pertama kali diterbitkan pada tahun 2002.

Selain akad *mudharabah* dan *ijarah*, berdasarkan UU No. 19 Tahun 2008 tentang Sertifikat Berharga Syariah Negara, di Indonesia akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk negara bukan hanya akad *mudharabah* dan *ijarah* saja tetapi dapat juga menggunakan akad *istisna* dan akad *musyarakah*. Akad *istisna* biasanya digunakan untuk pembiayaan proyek pemerintah yang pekerjaannya dilakukan secara bertahap. Akad *musyarakah* menggunakan ilustrasi yang sama dengan akad *mudharabah* yaitu berbasis kerjasama yang hakikatnya adalah ikatan penggabungan atau pencampuran antara para pihak yang bersama-sama menjadi pemilik usaha. Ketentuan akad *musyarakah* adalah sebagai berikut:

1. Para pihak semuanya memberikan kontribusi dalam berbagai bentuk seperti modal, harta, pinjaman harta, maupun tenaga, sehingga tidak ada satu pihak yang menjadi pemilik harta atau pemilik kegiatan usaha secara penuh
2. Persetujuan para pihak untuk berhubungan dalam satu kerjasama atau usaha tertentu dengan jangka waktu yang disepakati dan setiap pihak dapat mengalihkan penyertaannya atau digantikan oleh pihak lain
3. Penyertaan atau kontribusi dapat diberikan secara tunai atau ditangguhkan hingga saat yang ditentukan, penyertaan dapat pula berupa barang maupun jasa termasuk juga *goodwill*

4. Penilaian atas penyertaan yang diberikan oleh para pihak umumnya disesuaikan dengan harga pasar dan dalam hal ini uang adalah media yang digunakan sebagai alat ukur nilai
5. Pembagian keuntungan dilakukan berdasarkan kesepakatan para pihak dan umumnya sesuai dengan fungsi dari jumlah penyertaan yang diberikan oleh masing-masing pihak yang terlibat
6. Kerjasama usaha dapat berakhir apabila ada pihak-pihak yang mengundurkan diri atau meninggal dunia

Pemain di pasar modal syariah Indonesia khususnya obligasi syariah masih menggunakan akad *ijarah* dan *mudarabah* dalam perijajian obligasinya karena memang sukuk *ijarah* dan sukuk *mudarabah* memegang porsi terbesar di pasar modal Indonesia dibanding dukuk *istisna* dan *musyarakah* sehingga sukuk berbasis akad *istisna* dan *musyarakah* masih kurang diminati di Indonesia.

2.1.9 Nilai Sukuk

Pertumbuhan pesat sukuk pada beberapa tahun terakhir menyebabkan terjadinya *excess demand* dan *limited supply* terhadap sukuk. Hal ini menyebabkan sukuk berpotensi menjadi salah satu alternatif pendanaan yang bernilai tinggi. Pertumbuhan sukuk tidak hanya terjadi di negara dengan mayoritas muslim namun juga menjadi fenomena global di negara lain seperti Inggris, Prancis, Korea dan Jepang.

Untuk di Indonesia yang notabene adalah negara dengan mayoritas beragama Islam, keberadaan sukuk layaknya seperti angin segar bagi para investor yang ingin menanamkan investasinya tanpa takut terdapat unsur riba dalam prosesnya. Sukuk meniadakan penghasilan atas bunga dan menggantinya dengan *profit and loss sharing*. Nilai sukuk dapat ditentukan dengan mengukur nilai *sukuk to equity ratio*. Perusahaan-perusahaan di Indonesia seperti PT. Indosat, PT. Bakrieland Development, dan PT. Matahari Putra Prima ternyata juga menerbitkan sukuk disamping obligasi konvensional. Hal tersebut dilakukan untuk menarik minat investor dalam kelas atau golongan tertentu untuk membantu menjadi salah satu sumber dana perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Fathurrahman dan Fitriati pada tahun 2013 mengungkapkan adanya rata-rata *yield to maturity (YTM)* sukuk ternyata lebih tinggi dibanding obligasi konvensional. Keputusan investor yang ingin menanamkan dananya pada sukuk juga tidak lepas dari faktor religius dan alasan tersebut juga menjadi pendorong perusahaan menerbitkan sekuritas yang sekiranya akan diminati oleh investor di pasar modal Indonesia. Sehingga perusahaan akan mempertimbangkan porsi sukuk yang harus diterbitkan perusahaan disamping dengan obligasi konvensional. Namun nilai sukuk yang diterbitkan di Indonesia meskipun telah mengalami pertumbuhan yang pesat, nyatanya masih jauh berada dibawah obligasi konvensional. Hal ini disebabkan karena dalam menerbitkan sukuk korporasi terdapat proses yang lebih rumit dan panjang

dibanding penerbitan obligasi konvensional karena harus menyesuaikan diri dengan prinsip syariah. Sehingga nilai sukuk tidak banyak memberi kontribusi terhadap yield pada saat akhir jatuh tempo.

2.1.10 Rating Sukuk

Rating sukuk adalah suatu standarisasi yang diberikan oleh Lembaga pemeringkat terkemuka sukuk yang mencerminkan kemampuan penerbit obligasi dan kesediaan mereka untuk membayar bunga dan pembayaran pokok sesuai jadwal. Badan-badan ini menggunakan alat kuantitatif dan penilaian kualitatif untuk mengevaluasi kelayakan kredit dari penerbit. Secara umum, hanya obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan terbesar dan terkuat yang menunjukkan kredit relatif tinggi. Peringkat kualitas tertinggi adalah *triple- A* . Tingkat Peringkat turun ke *triple- C* sebagai kemungkinan gagal bayar meningkat dan akhirnya ke D, atau *default*. Analis dan para investor sering menggunakan peringkat sebagai deskriptor dari kualitas kredit emiten obligasi daripada deskripsi kualitas obligasi sendiri (Hull, Predescu, dan White, 2004).

Manan (2007) menjelaskan bahwa di Indonesia, harga penawaran, jatuh tempo pokok obligasi, saat jatuh tempo, dan *rating* antara obligasi syariah dengan obligasi konvensional tidak ada perbedaannya. Perbedaan hanya terdapat pada pendapatan atas *fee* dan *return* dan pada penetapan bunga yang besarnya sudah ditetapkan/ditentukan di awal transaksi dilakukan pada obligasi konvensional, sedangkan pada obligasi syariah

saat dilakukan transaksi (jual beli) tidak ditentukan besarnya bunga melainkan menentukan berapa proporsi pembagian hasil apabila mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang.

Para pelaku pasar modal syariah menentang penataan instrumen keuangan syariah semata-mata untuk terlihat bagus dimata investor karena dianggap berbahaya membuat produk mereka menjadi berbasis bunga konvensional dimana hal tersebut melanggar ketentuan syariah. Mereka menganggap tidak dibutuhkannya memberikan kesamaan antara sukuk dengan obligasi konvensional untuk menjembatani kesenjangan antara pasar modal konvensional dan pasar negara berkembang efek syariah untuk memperkuat keuangan global. Usmani dalam Godlewski (2011) berpendapat sukuk cenderung mencari peringkat obligasi yang diakui secara internasional, karena sukuk dapat diberikan peringkat oleh lembaga peringkat daerah yang diakui. MARC (Lembaga *rating* obligasi Malaysia) percaya bahwa ada akhirnya akan ada kebutuhan untuk membedakan pendapatan tetap dari variabel pendapatan instrumen keuangan syariah dari perspektif *rating*, terutama mengingat perbedaan prinsip dasar dan prediktabilitas tingkat pengembalian. *Rating* atau peringkat yang diberikan untuk sukuk berfokus pada pembayaran sukuk yang tepat pada waktunya atau pada saat jatuh tempo. Dalam pendapatan instrumen keuangan, kualitas investasi didahulukan untuk melihat kemungkinan pembayaran penuh dan tepat waktu mengingat karakteristik ekuitas instrumen tersebut .

Indonesia memiliki lembaga pemeringkat efek yang disebut PT. Pefindo. Pemeringkatan sukuk sangat diperlukan untuk mencerminkan kemampuan emiten memenuhi kewajibannya pada saat jatuh tempo, dengan kualitas sukuk yang baik maka akan semakin meningkatkan minat investor untuk memilih berinvestasi pada sukuk. Adapun teknis pemeringkatan sukuk korporasi di Indonesia agak berbeda dengan pemeringkatan obligasi korporasi konvensional karena dalam penerbitan sukuk, pemeringkatan juga dilakukan dengan menelaah aset dasar atau *underlying asset* yang digunakan sebagai jaminan untuk pelunasan hutang.

Tabel 2.2
Standar Peringkat Menurut Pefindo

Peringkat	Keterangan
idAAA	Memiliki kapasitas superior dalam <i>long-term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya
idAA	Terdapat sedikit perbedaan dengan idAAA, tingkat idAA memiliki kapasitas yang sangat kuat dalam <i>long term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya.
idA	Memiliki kapasitas kuat dengan <i>long term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya, namun lebih sensitif terhadap efek pasif dan perubahan ekonomi.
idBBB	Memiliki kapasitas cukup atau memadai dalam <i>long term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya. Namun kapasitas obligor akan melemah dengan kondisi

	ekonomi yang merugikan atau perubahan situasi dan kondisi lingkungan .
idBB	Memiliki kapasitas agak lemah dalam <i>long term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya. Obligor menghadapi ketidakpastian secara terus menerus untuk melawan kondisi bisnis, keuangan dan ekonomi yang membuat kapasitas obligor menjadi tidak memadai.
idB	Memiliki kapasitas yang lemah dalam <i>long term financial commitment</i> di bandingkan dengan obligor lainnya. Sehingga obligor tidak memiliki kemampuan untuk melawan kondisi bisnis, keuangan dan ekonomi
idCCC	Kondisi obligor ini rentan dan bergantung pada kondisi bisnis dan keuangan yang membantu untuk mencapai <i>financial commitment</i>
idSD	Gagal, namun masih ada kemungkinan mencapai <i>financial commitment</i>
idD	Gagal

Sumber : PT.Pefindo

2.1.11 Risiko Sukuk

Risiko dapat diartikan sebagai suatu ketidakpastian (volatilitas) dari hasil yang didapatkan, dimana hasil tersebut dapat mencerminkan nilai dari suatu aset, ekuitas, atau pendapatan. Perusahaan mempunyai beberapa tipe risiko, dimana risiko tersebut dapat diklasifikasikan menjadi lebih luas

sebagai risiko bisnis (*business risk*) dan risiko finansial (*financial risk*). Sekuritas dalam kenyataannya juga tidak terlepas dari paparan risiko, dimana sukuk dipercaya sebagai suatu sekuritas dengan tingkat risiko yang lebih rendah dibandingkan obligasi konvensional karena pendanaan untuk proyek prospektif dan terdapat *underlying asset* (Manan, 2007). Namun, menurut Godlewski, Turk-Arriss, dan Weill (2011), perusahaan yang menerbitkan sukuk akan menghadapi risiko finansial dan operasional yang lebih tinggi dibanding perusahaan yang menerbitkan obligasi konvensional. Sukuk memiliki pertumbuhan yang cepat dan pesat sehingga diharapkan terdapat lebih banyak manfaat sukuk dibanding obligasi konvensional. Manfaat-manfaat tersebut antara lain adalah sukuk telah dihargai secara kompetitif terhadap obligasi konvensional, sukuk secara umum memiliki risiko yang lebih baik, dan sukuk dapat diperjual belikan namun harus sesuai dengan syariah Islam. Dimana diantara manfaat-manfaat tersebut terdapat manfaat yang paling menarik yaitu sukuk memiliki tingkat risiko yang lebih baik.

Mosaid dan Boutti (2014) memberikan pernyataan bahwa index sukuk lebih unggul daripada index instrumen keuangan konvensional di Malaysia yang bermayoritas penduduk Muslim sama seperti halnya di Indonesia. Risiko sukuk dalam penelitian ini akan menggunakan metode *Value at Risk* dan menggunakan komponen rata-rata *yield* dengan standar deviasi selama periode pengamatan.

2.1.12 Yield Sukuk

Pendapatan atau imbal hasil atau return yang akan diperoleh dari investasi obligasi dinyatakan sebagai *yield*, yaitu hasil yang akan diperoleh investor apabila menempatkan dananya untuk dibelikan obligasi. Sebelum memutuskan untuk berinvestasi dengan obligasi, investor harus mempertimbangkan besarnya *yield* obligasi, sebagai faktor pengukur tingkat pengembalian tahunan yang akan diterima.

Ada 2 (dua) istilah dalam penentuan yield yaitu *current yield* dan *yield to maturity* (Manan, 2007) :

1. *Current Yield* adalah *yield* yang dihitung berdasarkan jumlah kupon yang diterima selama satu tahun terhadap harga obligasi tersebut. *Current Yield* adalah sama dengan bunga tahunan harga obligasi, dalam sukuk *current yield* menandakan akumulasi *fee* yang didapat selama satu periode disamping nilai riil obligasi
2. *Yield to maturity (YTM)* adalah tingkat pengembalian atau pendapatan yang akan diperoleh investor apabila memiliki obligasi sampai jatuh tempo

Yield sukuk merupakan ukuran pengembalian yang akan diterima investor sukuk yang cenderung bersifat tidak tetap, tergantung pada perjanjian atas *fee* dan bagi hasil yang telah ditetapkan pada akad saat pertama kali. Sebelum memutuskan untuk berinvestasi dengan sukuk, investor harus mempertimbangkan besarnya *yield* sukuk, sebagai faktor pengukur tingkat pengembalian tahunan yang akan diterima. Yield sukuk

yang akan diterima tidak boleh mengandung unsur riba, gharar, maksiat dan hal-hal yang tidak sesuai dengan ketentuan syariah. *Yield* sukuk atas Sukuk Mudharabah merupakan bagi hasil dari akad mudharabah dimana hasil operasional emiten tidak boleh mengandung unsur riba didalamnya dan sedangkan *yield* atas sukuk ijarah merupakan *fee* sewa berdasarkan akad ijarah atas suatu objek yang tidak mengandung unsur yang melanggar syariah dan dipergunakan untuk suatu usaha yang juga harus sesuai dengan ketentuan syariah. Penghitungan *yield* sukuk dapat dilakukan dengan mengukur *last yield sukuk* yaitu *yield* per tahun pengamatan yang datanya dapat diperoleh dari IBPA selain dengan mengukur dari *current yield* maupun *yield to maturity*. *Last yield sukuk* memperhitungkan pendapatan atas sukuk pada akhir periode atau per akhir tahun.

2.2 Hubungan Antar Variabel

2.2.1 Hubungan antara Nilai Sukuk dengan Last Yield Sukuk

Nilai sukuk diproksikan dengan *sukuk to equity ratio* yang menunjukkan proporsi sukuk yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keseluruhan ekuitas perusahaan. Perusahaan yang menerbitkan sukuk dengan jumlah yang besar maka tingkat *yield per lot* yang dibagikan semakin kecil. Tingkat *yield per lot* tersebut diasumsikan seperti *earning per share* pada saham dimana semakin besar *outstanding* sukuk maka semakin kecil *yield per lot* yang diterima oleh investor, sehingga tidak

tampak menarik menurut investor. Oleh karena itu nilai sukuk yang diukur dengan *sukuk to equity ratio* berpengaruh negatif terhadap last yield sukuk.

Penelitian yang dilakukan oleh Mujahid dan Fitrijati (2010) mengatakan bahwa nilai sukuk berpengaruh negatif terhadap yield sukuk

H1 : Nilai sukuk berpengaruh negatif terhadap yield sukuk

2.2.2 Hubungan antara Rating Sukuk dengan Yield Sukuk

Para pelaku pasar modal syariah menentang penataan instrumen keuangan syariah semata-mata untuk terlihat bagus dimata investor karena dianggap berbahaya membuat produk mereka menjadi berbasis bunga konvensional dimana hal tersebut melanggar ketentuan syariah. Mereka menganggap tidak dibutuhkannya memberikan kesamaan antara sukuk dengan obligasi konvensional untuk menjembatani kesenjangan antara pasar modal konvensional dan pasar negara berkembang efek syariah untuk memperkuat keuangan global. Dengan kata lain para pelaku pasar modal syariah lebih memilih untuk menyesuaikan mekanisme perdagangan sesuai dengan ketentuan syariah dan dengan sendirinya akan memperoleh tingkat *rating* yang baik. Indonesia memiliki lembaga pemeringkat efek untuk memberikan peringkat sukuk dan menilai kualitas emiten memenuhi kewajibannya. Investor di Indonesia yang membeli sukuk korporasi akan memilih sukuk dengan *rating* tinggi atau “*investment grade*”. Semakin baik *rating* berarti semakin rendah kemungkinan gagal bayar dan *return* yang akan didapat akan semakin tinggi.

Signalling theory menyebutkan bahwa investor akan bereaksi positif apabila terdapat sinyal positif dari emiten dan investor akan bereaksi negatif apabila didapati sinyal negatif dari emiten dan *rating* ini dapat disebut sebagai salah satu informasi tersebut.

Penelitian yang dilakukan oleh Zakaria dan Isa (2013) mengungkapkan bahwa rating sukuk berpengaruh positif terhadap yield sukuk.

H2 : Rating sukuk berpengaruh positif terhadap last yield sukuk

2.2.3. Hubungan antara Risiko Sukuk dengan Yield sukuk

Risiko sukuk diukur dengan menggunakan konsep *value at risk* dengan metode *variance-covariance* yang menggunakan komponen nilai rata-rata return dan standar deviasinya. *Value at risk* digunakan untuk menjawab pertanyaan atas kemungkinan terburuk yang akan diterima berdasarkan tingkat kepercayaan tertentu. Sukuk terpapar risiko seperti halnya obligasi konvensional terutama dengan awamnya investor di Indonesia akan sukuk dan masih mudanya umur sukuk di Indonesia sehingga otomatis sukuk memiliki kecenderungan tidak terpilih oleh investor yang berorientasi pada return sehingga sukuk bisa saja menurunkan *yield* obligasi.

Penelitian yang dilakukan oleh Cakir dan Raei (2007) menyebutkan bahwa risiko sukuk berpengaruh negatif terhadap yield sukuk.

H3 : Risiko sukuk berpengaruh negatif dengan yield sukuk

2.3 Penelitian Terdahulu

Penelitian yang telah dilakukan berkaitan dengan obligasi syariah diantaranya adalah :

Tabel 2.2
Penelitian Terdahulu

Nama	Judul Penelitian	Metode	Hasil
Fadma El Mosaid dan Rachid Boutti (2014)	Sukuk and Bond Performance in Malaysia	Uji signifikansi portfolio dan korelasi	Hubungan positif dan signifikan antara return sukuk dan obligasi konvensional
Mohd Nasir bin Mohd Yatim (2009)	Sukuk (Islamic Bond) : A Crucial Financial Instrument for Securitisation of Debt for the Debt-holders in Shari'ah-compliant Capital Market	Metode kualitatif dan pendekatan deskriptif, analitikal, komparatif, exploratory, observation, dan wawancara	Terdapat penghematan dalam penerbitan Islamic Private Debt Securities termasuk sukuk

Nafis Alam, 2013	Sukuk Issuance and Firm Value : Global Evidence	Maket model event, multivariate regression, time frame 3 periode (pre, during, dan post crisis)	Announcement sukuk negatif terhadap reaksi pasar dan pengumuman obligasi konvensional positif kecuali post crisis
Christophe J. Godlewski, Rima Turk- Arriss, dan Laurent Weill, 2011	Do Market Perceive Sukuk and Conventional Bonds as Different Financing Instrument?	Market based approach on Malaysian Data	Pasar modal bereaksi netral terhadap obligasi konvensional dan negatif terhadap sukuk
Heri Fathurahman dan Rachma Fitriati, 2013	Comparative Analysis of Return on Sukuk and Conventional Bonds	Kalkulasi yield to maturity dan Markowitz model, single index model.	Rata-rata YTM Sukuk lebih besar dibandingkan obligasi konvensional

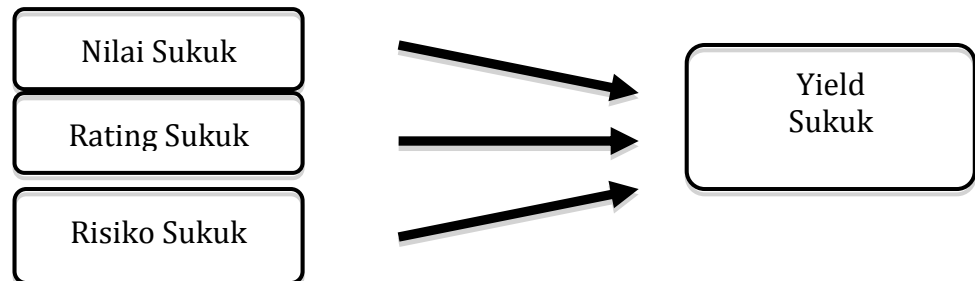
Selim Cakir and Faezeh Raei (2007)	Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk?	Metode Value at Risk membandingkan risiko antara sukuk dan obligasi eurobond	Risiko portfolio yang didalamnya terdapat sukuk lebih rendah daripada risiko portfolio konvensional sepenuhnya
Mujahid dan Fitrijanti (2010)	Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (sukuk) perusahaan terhadap reaksi pasar	Multiple Linear Regression dan normality test Kolmogorov-Smirnov	Nilai dan Rating sukuk tidak berpengaruh pada cumulative abnormal return

Sumber : Jurnal dan skripsi yang dipublikasikan

2.4 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan uraian atas tinjauan pustaka dan penelitian terdahulu maka diilustrasikan kerangka pemikiran teoritis adalah sebagai berikut:

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran Teoritis



2.5 Hipotesis

Berdasarkan tujuan, landasan teori serta kerangka pemikiran teoritis, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H1 : Nilai sukuk berpengaruh negatif terhadap yield sukuk

H2 : Rating sukuk berpengaruh positif terhadap yield sukuk

H3 : Risiko sukuk berpengaruh negatif terhadap yield sukuk

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

3.1.1 Variabel Penelitian

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Variabel Dependen

Variabel Dependen atau variabel terikat adalah variabel yang nilainya dipengaruhi oleh variabel independen atau variabel bebas. Dalam penelitian ini variabel dependen yang akan digunakan adalah *Last Yield* Sukuk.

2. Variabel Independen

Variabel independen atau variabel bebas adalah variabel yang mempengaruhi variabel dependen atau variabel terikat. Adapun yang menjadi variabel independen dalam penelitian ini adalah:

- a. Nilai Sukuk
- b. Rating Sukuk
- c. Risiko Sukuk

3.2 Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional adalah penjabaran masing-masing variabel terhadap indikator-indikator yang membentuknya. Dalam penelitian ini, indikator-indikator variabel tersebut antara lain sebagai berikut:

3.2.1

Variabel

Dependen

Pendapatan atau imbal hasil atau *return* yang akan diperoleh dari investasi sukuk dinyatakan sebagai *yield* sukuk, yaitu hasil yang akan diperoleh investor apabila menempatkan dananya untuk dibelikan sukuk. Penghitungan *yield* sukuk dapat dilakukan dengan mengukur *last yield sukuk* yaitu *yield* per tahun pengamatan yang datanya dapat diperoleh dari *Indonesia Bond Pricing Agency* (IBPA).

3.2.2

Variabel

Independen

1. Nilai Sukuk

Nilai sukuk merupakan porsi sukuk yang diterbitkan dari keseluruhan ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan. Ekuitas perusahaan dapat diartikan sebagai modal atau kekayaan entitas (perusahaan), yang terdiri dari selisih jumlah aktiva (asset) dikurangi dengan pasiva (kewajiban).

$$\text{Nilai Sukuk} : \frac{\text{Porsi sukuk yang diterbitkan}}{\text{Total Ekuitas Perusahaan}} \times 100\%$$

2. Rating Sukuk

Rating sukuk adalah suatu standarisasi yang diberikan oleh lembaga pemeringkat terkemuka sukuk yang mencerminkan

kemampuan penerbit obligasi dan kesediaan mereka untuk membayar bunga dan pembayaran pokok sesuai jadwal. Investor cenderung memilih sukuk dari perusahaan yang memiliki *rating* yang baik. Di Indonesia, lembaga pemeringkat efek dilakukan oleh PT. Pefindo. Dimana informasi tentang *rating* ini terdapat pada laporan akhir tahun yang dikeluarkan dalam *Indonesia Bond Market Directory* yang dikeluarkan oleh IBPA atau IDX.

3. Risiko Sukuk

Risiko dapat diartikan sebagai suatu ketidakpastian (volatilitas) dari hasil yang didapatkan, dimana hasil tersebut dapat mencerminkan nilai dari suatu aset, ekuitas, atau pendapatan. Pengukuran tingkat risiko sukuk menggunakan *Value at Risk* yaitu mengukur tingkat kerugian maksimum dalam tujuan tertentu yang tidak boleh dilewati berdasarkan atas tingkat kepercayaan (*level of confidence*) yang diberikan. Metode *Value at Risk* yang akan digunakan adalah Metode *Variance-Covariance* dengan dua komponen yaitu rata-rata *yield* dengan standar deviasinya yang akan terdistribusi pada kurva normal. Metode *VaR* juga dapat mengarahkan manajer *portfolio* untuk membuat keputusan yang lebih baik dengan menawarkan suatu pandangan yang komprehensif akan dampak dari perdagangan terhadap risiko *portfolio*.

Tabel 3.1
Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Definisi Variabel	Simbol	Skala	Pengukuran
1.	<i>Last yield sukuk</i>	<i>Last yield</i> sukuk adalah <i>yield</i> per tahun pengamatan	Y	Rasio	Tingkat nilai <i>yield</i> sukuk terakhir per tahun pengamatan
2	Nilai Sukuk	Nilai sukuk merupakan porsi sukuk yang diterbitkan dari keseluruhan ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan	X1	Rasio	$\frac{\text{Sukuk}}{\text{Equity}} \times 100\%$
3	<i>Rating</i> Sukuk	<i>Rating</i> sukuk adalah peringkat sukuk yang menggambarkan kualitas emiten dalam memenuhi	X2	Ordinal	Variabel Kategorikal; 4 untuk sukuk dengan

		kewajibannya			peringkat AAA, 3 untuk AA, 2 untuk A dan 1 untuk BBB, dst
4	Risiko Sukuk	Risiko sukuk adalah risiko yang terpapar atas efek sukuk	X3	Rasio	Value at Risk = <i>confidence</i> <i>factor</i> x standar deviasi. CF 95% = -1,65

Sumber : IBMD, Penelitian terdahulu dan Ghozali (2005)

3.3 Jenis dan Metode Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data yang bersifat sekunder. Data sekunder merupakan sumber data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara (diperoleh dan dicatat oleh pihak lain). Data sekunder umumnya berupa bukti, catatan atau laporan historis yang telah tersusun dalam arsip (data dokumenter) yang dipublikasikan. Metode pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan

metode dokumentasi, yaitu mendapatkan data dari dokumen berupa Indonesian Bond Market Directory serta laporan tahunan yang diperoleh dari:

1. Indonesian Bond Market Directory (IBMD)
2. Indonesian Stock Exchange (IDX)
3. Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA)

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang diperoleh dan dicatat pihak lain. Adapun data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi data penerbitan sukuk perusahaan konvensional non-bank yang menerbitkan sukuk di Indonesia periode tahun 2008- 2011.

3.4 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi adalah keseluruhan dari subyek penelitian. Dalam penelitian ini populasi yang digunakan adalah semua perusahaan konvensional yang menerbitkan sukuk dan tercatat di Indonesia periode tahun 2008-2011. Sampel merupakan sebagian dari subyek populasi yang diteliti, mewakili seluruh populasi. Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel yang dilakukan sesuai dengan tujuan penelitian yang telah ditentukan. Beberapa kriteria pemilihan sampel perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia berdasarkan *purposive sampling* adalah:

1. Perusahaan konvensional non bank yang menerbitkan sukuk di Indonesia periode tahun 2008-2011

2. Tersedia data laporan keuangan tahunan selama kurun waktu penelitian (periode 2008 sampai 2011), yaitu pada rata-rata *yield*, *last yield*, dan *rating* sukuk.

Berdasarkan kriteria diatas, diperoleh 19 sampel perusahaan untuk penelitian ini

Tabel 3.2
Sampel Perusahaan

No	Nama Perusahaan
1.	PT. Adhi Karya (Persero) Tbk
2.	PT. Aneka Gas Industri
3.	PT. Apexindo Pratama Duta Tbk
4.	PT. Bakrieland Development Tbk
5.	PT. Berlian Laju Tanker Tbk
6.	PT. CSM Corporatama
7.	PT. Humpuss Intermoda Transportasi Tbk
8.	PT. Indosat Tbk
9.	PT. Matahari Putra Prima Tbk
10.	PT. Mayora Indah Tbk
11.	PT. Metrodata Electronic Tbk
12.	PT. Mitra Adiperkasa Tbk
13.	PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero) Tbk
14.	PT. Pupuk Kalimantan Timur
15.	PT. Ricky Putra Globalindo Tbk

16.	PT. Salim Ivomas Pratama
17.	PT. Summarecon Agung Tbk
18.	PT. Sona Topas Tourism Tbk
19.	PT. Titan Petrokimia Nusantara

Sumber : Bond Book, IDX Statistic Book

3.5 Teknik Analisis Data

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif yang menggunakan teknik analisis data secara statistik. Analisis data digunakan untuk memperkirakan besarnya pengaruh secara kuantitatif dari perubahan suatu atau beberapa kejadian terhadap suatu atau beberapa kejadian lainnya. Analisis kuantitatif yaitu analisis yang digunakan terhadap data yang berwujud angka-angka dan cara pembahasannya dengan uji statistik. Penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda. Analisis regresi linier berganda berfungsi untuk menguji pengaruh antara variabel independen yaitu nilai sukuk, *rating* sukuk, dan risiko sukuk terhadap variabel dependen yaitu *last yield* sukuk. Dimana sebelumnya data yang diolah diuji terlebih dahulu, sebagai berikut:

3.5.1 Value at Risk Variance-Covariance Method.

Metode yang digunakan untuk mengukur tingkat risiko sukuk adalah *value at risk variance-covariance method*. Metode *variance-covariance* mengasumsikan *yield* suatu perusahaan memiliki distribusi normal (*normally distributed*). Metode ini memerlukan dua elemen yaitu *expected yield* atau nilai rata-rata dan standar

deviasi. Metode ini digunakan untuk melihat kemungkinan terburuk yang akan terjadi dalam tingkat kepercayaan (*level of confidence*) tertentu dalam penelitian ini sebesar 95% dengan *confidence factor* sebesar -1,65. Sehingga untuk memperoleh presentase *value at risk* yang tepat menggunakan perkalian antara *confidence factor* dengan standar deviasi.

3.5.2 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan guna mengetahui apakah regresi dapat dilakukan atau tidak. Data dalam penelitian ini menggunakan data sekunder, sehingga adanya beberapa asumsi klasik yang akan digunakan. Model regresi linier berganda (*multiple regression*) merupakan model yang baik apabila dapat memenuhi kriteria *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE) dan untuk memenuhi kriteria tersebut dibutuhkan setidaknya empat langkah uji asumsi yaitu:

1. Uji Normalitas
2. Uji Multikolonieritas
3. Uji Heteroskedastisitas
4. Uji Autokorelasi

3.5.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Uji statistik yang dapat dilakukan untuk mendeteksi apakah residual terdistribusi

normal atau tidak adalah uji statistik non-parametrik Kolmogorov-Smirnov (Uji K-S). Seperti diketahui bahwa uji t dan F mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal. Kalau asumsi ini dilanggar maka uji statistik menjadi tidak valid untuk jumlah sampel kecil (Ghozali, 2005).

Uji K-S dilakukan dengan membuat hipotesis:

H₀ : Data residual terdistribusi normal

H₁ : Data residual tidak terdistribusi normal.

Hasil :

1. Apabila probabilitas nilai Z uji K-S signifikan secara statistik maka H₀ ditolak yang berarti data tersebut terdistribusi tidak normal.
2. Apabila probabilitas nilai Z uji K-S tidak signifikan secara statistik maka H₀ diterima yang berarti data tersebut terdistribusi normal.

Dasar pengambilan keputusan pada uji normalitas :

1. Jika data menyebar disekitar garis diagonal dan arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
2. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

3.5.2.2 Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan periode t-1 (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada masalah autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan

pengganggu) tidak bebas dari satu observasi lainnya (Ghozali, 2005). Model regresi yang baik adalah model regresi yang bebas dari autokorelasi.

Untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi dapat dilakukan dengan dua cara yaitu :

1. Uji *Durbin-Watson (DW Test)*.

Uji ini digunakan untuk autokorelasi tingkat satu dengan syarat harus ada intercept dalam model regresi dan tidak ada *variable lag* diantara variabel penjelas. Ada atau tidaknya autokorelasi harus memenuhi kriteria dibawah ini (Ghozali, 2005):

- a. Bila nilai DW terletak antara batas atas atau *upper bound (du)* dan $(4 - du)$, maka koefisien autokorelasi sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi;
- b. Bila nilai DW lebih rendah daripada batas bawah atau *lower bound (dl)*, maka koefisien autokorelasi lebih besar daripada nol, berarti ada autokorelasi positif;
- c. Bila nilai DW lebih besar daripada $(4 - dl)$, maka koefisien autokorelasi lebih kecil daripada nol, berarti ada autokorelasi negatif;
- d. Bila nilai DW terletak antara batas atas (*du*) dan batas bawah (*dl*) atau DW terletak antara $(4 - du)$ dan $(4 - dl)$, maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

2. Uji *Lagrange Multiplier (Uji Breusch –Godfrey)*

Uji autokorelasi dengan LM test lebih tepat digunakan bila derajat autokorelasi lebih dari satu. Uji LM akan menghasilkan statistik Breusch – Godfrey. Pengujian Breusch –Godfrey (*BG test*) dilakukan dengan meregresikan variabel pengganggu (residual)

3.5.2.3 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi ditemukan korelasi antar variabel independen atau tidak. Model yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi yang tinggi diantara variabel independen. Jika variabel independen saling berkorelasi maka variabel-variabel independen tersebut tidak *orthogonal* (nilai korelasi tidak sama dengan nol). Analisis yang umum digunakan untuk mendeteksi adanya multikolinieritas adalah analisis dengan matriks koefisien korelasi (*Coefficient Correlations*) serta nilai *tolerance* dan lawannya yaitu nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Suatu model dikatakan bebas dari multikolinieritas jika nilai koefisien korelasinya kurang dari $|0,90|$ dan/atau memiliki nilai *tolerance* yang tidak kurang dari 0,10 dan memiliki nilai VIF yang kurang dari 10 (Ghozali, 2005). Gejala-gejala yang mempengaruhi adanya multikolinieritas pada analisis regresi antara lain:

1. Nilai R^2 tinggi (misalnya antara 0.7 dan 1), tetapi variabel bebas banyak yang tidak signifikan.
2. Tanda tidak sesuai dengan yang diharapkan.
3. Korelasi sederhana antar variabel individu tinggi (r_{ij} tinggi).

4. $R^2 < r_{ij}$ menunjukkan adanya multikolinearitas.

3.5.2.4 Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas dilakukan dengan tujuan mengetahui apakah model regresi layak dipakai untuk memprediksi variabel terikat dipengaruhi oleh variabel bebas. Pada heteroskedastisitas kesalahan yang terjadi tidak acak tetapi menunjukkan hubungan yang sistematis sesuai dengan besarnya satu atau lebih variabel (Ghozali, 2005). Apabila heteroskedastisitas tidak terpenuhi, maka variabel yang digunakan tidak lagi efisien dalam sampel yang digunakan dan estimasi koefisien menjadi tidak akurat.

Analisa untuk mengetahui apakah data yang digunakan terkena heteroskedastisitas atau tidak bisa dilihat dalam penelitian ini menggunakan dua cara yaitu yang pertama adalah Grafik *scatterplot*. Hal ini bisa dilakukan dengan melihat plot antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED), dengan residualnya (SRESID). Syarat model regresi yang baik tanpa adanya heteroskedastisitas adalah:

1. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
2. Jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas. (Ghozali,2005).

Analisis dengan grafik plot memiliki kelemahan yang cukup signifikan oleh karena jumlah pengamatan mempengaruhi hasil plotting. Semakin sedikit jumlah pengamatan maka akan semakin sulit menginterpretasikan hasil grafik plot. Oleh sebab itu dalam penelitian ini akan dilakukan uji lain untuk melihat ada tidaknya heteroskedastisitas dengan melakukan uji Glejser. Uji Glejser mengusulkan untuk meregres nilai absolut residual terhadap variabel independen (Gujarati dalam Ghozali, 2005)

3.5.3 Model Penelitian

Analisis regresi adalah analisis yang mengukur kekuatan hubungan antar dua variabel atau lebih dan menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen. Variabel dependen diasumsikan random atau stokastik yang berarti mempunyai distribusi probabilistik sedangkan variabel independen atau bebas diasumsikan memiliki nilai tetap dalam pengambilan sampel yang berulang (Ghozali, 2005). Regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda karena menggunakan satu variabel terikat, yaitu *last yield* sukuk dan tiga variabel bebas, yaitu nilai sukuk, *rating* sukuk, dan risiko sukuk. Model yang dikembangkan untuk pengujian adalah:

$$\text{Yield Sukuk} = a - \beta_1 \text{ Nilai Sukuk} + \beta_2 \text{ Rating Sukuk} - \beta_3 \text{ Risiko Sukuk} + \varepsilon$$

Keterangan :

a = konstanta

ε = error

3.6 Teknik Pengujian Hipotesis

3.6.1 Uji t (Regresi Parsial)

Uji ini sering disebut dengan ketepatan parameter penduga, Uji t digunakan untuk menguji apakah pertanyaan hipotesis benar. Uji statistik pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh suatu variabel penjelas (independen) secara individual dalam menerangkan variabel terikat. Prosedur awal untuk uji t adalah menentukan H_0 dan H_1 (Hipotesis Nihil dan Hipotesis alternatif);

Tingkat kepercayaan yang digunakan 95% atau taraf signifikan adalah 5% dengan kriteria sebagai berikut:

- a. Jika $t_{hitung} > t_{Tabel}$, maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Berarti masing-masing variabel bebas secara individu mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat.
- b. Jika $t_{hitung} < t_{Tabel}$ maka H_0 diterima dan H_1 ditolak. Berarti masing-masing variabel secara bebas secara individu tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat.

3.6.2 Uji F

Uji F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat. Hipotesis nol (H_0) yang hendak diuji adalah apakah semua

parameter dalam model sama dengan nol, atau

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$$

Artinya apakah semua variabel bebas bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel terikat. Hipotesis alternatifnya (H_a) tidak semua parameter secara simultan sama dengan nol, atau:

$$H_1 : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq 0$$

Artinya semua variabel bebas secara simultan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel terikat. Tingkat kepercayaan yang digunakan 95% atau taraf signifikan adalah 5% dan pengujian dapat dilakukan dengan teknik sebagai berikut (Ghozali, 2005) :

1. Membandingkan antara F tabel dan F hitung. Nilai f hitung dapat dicari

dengan rumus :

$$F \text{ hitung} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (N - k)}$$

Keterangan : R^2 = Koefisien determinasi

K = Banyaknya koefisien regresi

N = Banyaknya observasi

Hasil :

- a. Bila $F \text{ hitung} < F \text{ tabel}$, variabel bebas (independen) secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel terikat (dependen).
- b. Bila $F \text{ hitung} > F \text{ tabel}$, variabel bebas (independen) secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel terikat (dependen).

2. Berdasarkan Probabilitas

Dalam skala probabilitas lima persen, jika probabilitas (signifikan) lebih besar dari α (0,05) maka variabel bebas secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel terikat, jika lebih kecil dari 0,05 maka variabel bebas secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel terikat. Sedangkan pada skala sepuluh persen, jika lebih besar dari α (0,1) maka variabel bebas secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel terikat, jika lebih kecil dari 0,1 maka variabel bebas secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel terikat.

3.6.3 Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) mengukur seberapa jauh kemampuan model yang dibentuk dalam menerangkan variasi variabel independen. Nilai R^2 besarnya antara 0-1 ($0 < R^2 < 1$) koefisien determinasi ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabel bebas mempengaruhi variabel tidak bebas. Apabila R^2 mendekati 1 berarti variabel bebas semakin berpengaruh terhadap variabel tidak bebas. Kelemahan mendasar penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel dependen yang dimasukkan dalam model. Setiap penambahan satu variabel independen, (R^2) pasti meningkat, tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen atau tidak. Oleh karena itu, banyak peneliti untuk menganjurkan nilai *Adjusted R²* pada saat mengevaluasi

model regresi terbaik. Nilai *adjusted R*² dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam model.