

BAB II

KAJIAN TEORITIK

A. Deskripsi Konseptual

1. Pasar Modal Syariah

1.1 Pengertian Pasar Modal Syariah

Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No: 40/DSN-MUI/X/2003 menyatakan bahwa, Pasar modal syariah merupakan kegiatan berkaitan dengan penawaran umum dan perdagangan efek terkait dengan perusahaan yang telah *go public* terhadap efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek yang berprinsip syariah. Secara umum kegiatan pasar modal syariah tidak jauh berbeda dengan kegiatan pasar modal konvensional, namun terdapat perbedaan pada beberapa karakteristik tertentu mengenai pasar modal syariah bahwa produk dan mekanisme transaksi tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Penerapan prinsip syariah pada pasar modal dilandasi oleh Al-Quran sebagai sumber hukum tertinggi dan Hadits Nabi Muhammad SAW. Dari kedua sumber hukum tersebut para ulama melakukan penafsiran yang disebut ilmu fiqih. Ilmu fiqih membahas tentang muamalah, yang artinya adalah hubungan diantara sesama manusia terkait dengan perjual-belian atau perniagaan. Berbagai bentuk kegiatan di pasar modal memiliki tujuan untuk memperoleh keuntungan dari investasi efek yang dipilih oleh investor dan pendanaan yang akan diperoleh emiten penerbit efek. Kegiatan tersebut dapat dikategorikan kedalam muamalah yang

bersifat Halal. Kegiatan muamalah tersebut boleh dilakukan apabila tidak terdapat hal yang diharamkan atau dilarang dalam Islam. Konsep inilah yang menjadi prinsip dari pasar modal syariah di Indonesia. Larangan-larangan yang membedakan pasar modal syariah dengan pasar modal konvensional pada umumnya antara lain:

1. Pelaksanaan transaksi dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi dan manipulasi yang didalamnya mengandung unsur *gharar*, *riba*, *maisir*, *dharar*, *risywah*, *maksiat*, dan *kezhaliman*.
2. Transaksi yang mengandung unsur *gharar*, *riba*, *maisir*, *dharar*, *risywah*, *maksiat*, dan *kezhaliman* sebagaimana yang disampaikan poin satu diatas meliputi:
 - a. *Najsy*, yaitu tindakan tawar menawar barang dengan harga lebih tinggi oleh pihak yang tidak bermaksud membelinya untuk menimbulkan banyak pihak yang ingin membelinya.
 - 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. *Ikhtikar*, yaitu membeli suatu barang yang sangat diperlukan masyarakat pada saat harga mahal dan menimbunnya dengan tujuan untuk menjualnya kembali pada saat harganya lebih mahal.

- f. *Ghabn*, yaitu ketidakseimbangan antara dua barang (obyek) yang dipertukarkan dalam suatu akad, baik segi kualitas maupun kuantitasnya.
- g. *Tadlis*, yaitu tindakan menyembunyikan kecatatan obyek akad yang dilakukan oleh penjual untuk mengelabui pembelian seolah-olah obyek akad tersebut tidak cacat.
- h. *Taghrir*, yaitu upaya mempengaruhi orang lain, baik dengan ucapan maupun tindakan yang mengandung kebohongan agar ingin melakukan transaksi.

1.2 Obligasi Syariah (Sukuk)

Sukuk merupakan istilah baru yang digunakan untuk mengganti istilah obligasi syariah (*islamic bonds*). Sukuk secara terminologi merupakan bentuk jamak dari kata "*sakk*" yang dalam bahasa Arab merupakan sertifikat atau bukti kepemilikan. Peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.A.13 memberikan definisi mengenai sukuk yaitu:

"Efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak tertentu atau tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu'/undivided share*) atas:

- a. Sukuk merupakan aset berwujud tertentu (*Ayyan Mmaujudat*);
- b. Nilai manfaat atas aset berwujud (*manafiul ayyan*) tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada;
- c. Jasa (*al khadamat*) yang sudah ada maupun yang akan ada;

- d. Aset proyek tertentu (*maujudat masyru' muayyan*);
- e. Kegiatan investasi yang telah ditentukan (*nasyath ististnarin khashah*)

Sukuk sebagai salah satu efek syariah memiliki karakteristik yang berbeda dengan obligasi konvensional. Sukuk bukan merupakan surat utang, melainkan bukti kepemilikan bersama atas suatu aset/proyek. Setiap sukuk yang diterbitkan harus mempunyai aset yang dijadikan dasar penerbitan (*underlying asset*). *Underlying asset* merupakan aset yang dijadikan sebagai objek atau dasar transaksi dalam kaitannya dengan penerbitan sukuk. Aset yang dijadikan sebagai *underlying asset* harus memiliki nilai ekonomis atau memiliki aliran penerimaan kas, dapat berupa barang berwujud maupun barang tidak berwujud, termasuk proyek yang akan dibangun atau sedang dibangun.

Underlying asset merupakan salah satu aspek yang utama yang menjadi pembeda antara surat utang dengan sukuk. Tanpa adanya *underlying asset*, surat berharga yang diterbitkan akan memiliki sifat sebagai instrumen utang, karena tidak terdapat transaksi yang mendasari penerbitan sukuk tersebut (*underlying transaction*).

Klaim kepemilikan pada sukuk didasarkan pada aset atau proyek yang spesifik. Penggunaan dana sukuk harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal. Imbalan bagi pemegang sukuk bukan berupa bunga seperti obligasi konvensional pada umumnya, namun dapat berupa imbalan, bagi hasil atau marjin, sesuai dengan jenis akad yang digunakan oleh emiten penerbit sukuk. *The Accounting and Auditing Organisation For Islamic Financial Institution* (AAOIFI) mendefinisikan sukuk sebagai sertifikat dengan nilai penyertaan yang

sama, surat bukti dari penerimaan nilai dari sertifikat dan menempatkan nilai tersebut dalam penggunaan yang telah direncanakan. Sukuk memberikan *return* yang lebih rendah apabila dibandingkan dengan obligasi konvensional, sukuk juga merupakan instrumen yang lebih likuid dari pada obligasi konvensional sebagai bukti kurangnya aktivitas pasar sekunder (Fathurrahman dan Fitriati, 2013). Sukuk bukan merupakan utang berbunga tetap seperti obligasi konvensional, tetapi merupakan penyertaan dana yang didasarkan pada prinsip bagi hasil. Transaksinya juga bukan merupakan akad piutang tetapi dalam bentuk penyertaan.

1.3 Jenis-Jenis Sukuk

Terdapat berbagai jenis sukuk struktur sukuk yang dikenal secara internasional dan lebih mendapatkan endorsement dari AAOIFI antara lain:

- a. Sukuk *Ijarah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *ijarah* dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga sewa dan periode sewa yang disepakati, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset itu sendiri. Sukuk *ijarah* dapat dibedakan menjadi *ijarah Al-Muntahiya Bittamlik*, *Ijarah Sale and Lease Back*, dan *Ijarah Headlease and Sublease*.
- b. Sukuk *Mudharabah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *Mudharabah* dimana satu pihak menyediakan modal (*rab al-maal*) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (*mudharib*),

keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagikan berdasarkan perbandingan yang lebih disetujui sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak yang menjadi penyedia modal.

- c. Sukuk *Musyarakah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *Musyarakah* dimana kedua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal yang digunakan untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang telah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan maupun kerugian yang timbul akan ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.
- d. Sukuk *Istishna*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *istishna* dimana para pihak menyepakati jual beli dalam rangka pembiayaan suatu barang/proyek. Adapun harga, waktu penyerahan dan spesifikasi barang/proyek ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan.

1.4 Perbedaan Sukuk dan Obligasi

Perbedaan sukuk dengan obligasi konvensional dapat dilihat pada tabel 2.1 sebagai berikut:

Tabel II.1

Perbedaan Sukuk dan Obligasi

Deskripsi	Sukuk	Obligasi
Prinsip Dasar	Kepemilikan bersama atas suatu aset/	Utang-Piutang antara penerbit obligasi dan

	manfaat atas aset/ jasa/ proyek/ investasi tertentu	investor
Penggunaan Dana	Penggunaan dana hanya untuk kegiatan usaha yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah.	Tidak terbatas pada kegiatan usaha yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah
Imbal Hasil	Bagi hasil, <i>fee</i> atau <i>ujrah, margin</i>	Bunga/ kupon, <i>Capital Gain</i>
Underlying Asset	Perlu	Tidak Perlu
Pihak Terkait	Obligor, SPV, Investor, <i>Trustee</i>	Obligor/ <i>Issuer</i> , Investor
Penggunaan Hasil Penerbitan	Harus sesuai syariah	Bebas
Investor	Syariah, Konvensional	Konvensional
Harga	<i>Market Price</i>	<i>Market Price</i>

Sumber: OJK, Kementerian Keuangan. Data diolah kembali oleh Penulis, 2017.

2. Imbal Hasil Obligasi Syariah (Sukuk)

Yield adalah imbal hasil (pendapatan investasi) yang akan diperoleh oleh investor atas investasi pada obligasi. Sebelum memutuskan untuk berinvestasi dengan obligasi, investor harus mempertimbangkan besarnya *yield* obligasi. *Yield* merupakan faktor pengukur tingkat pengembalian tahunan yang akan diterima oleh investor atau hasil yang akan diperoleh oleh investor apabila menanamkan dananya pada obligasi (Restuti, 2007). Sebelum memutuskan untuk berinvestasi obligasi syariah (sukuk), investor harus

mempertimbangkan besarnya *yield* obligasi, sebagai faktor pengukur tingkat pengembalian tahunan yang akan diterima.

Menurut OJK terdapat 2 (dua) istilah dalam penentuan *yield* yaitu *current yield* dan *yield to maturity*:

1. *Current yield* adalah *yield* yang dihitung berdasarkan jumlah kupon yang diterima selama satu tahun terhadap harga obligasi tersebut. *Current yield* juga dikatakan bunga tahunan harga obligasi. Dalam sukuk, *current yield* menandakan akumulasi *fee* yang didapatkan selama satu periode disamping nilai *real* 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 sebelumnya telah ditetapkan pada saat akad pertama kali (Dheni, 2015). Sebelum memutuskan untuk berinvestasi dengan sukuk, investor harus mempertimbangkan besarnya *yield* sukuk 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* dimana bagi hasil operasional emiten tidak boleh mengandung unsur *riba*, sedangkan *yield* atas sukuk *ijarahfee* dari sewa berdasarkan akad *ijarah* atas suatu objek juga tidak diperbolehkan mengandung unsur yang melanggar syariah dan dipergunakan untuk kegiatan

yang tidak melanggar ketentuan syariah. Perhitungan *yield* untuk sukuk syariah dapat dilakukan dengan mengukur *last yield* sukuk dan *yield to maturity* sukuk. Terdapat dua cara perhitungan untuk mengetahui besaran imbal hasil yang akan diperoleh, dengan cara sebagai berikut:

$$\text{Current Yield} = \frac{\text{Bunga Tahunan}}{\text{Harga Obligasi}}$$

$$\text{YTM approximation} = \frac{C + \frac{R - P}{n}}{\frac{R + P}{2}} \times 100\%$$

Keterangan:

C = Kupon

n = Periode waktu yang tersisa (tahun)

R = Redemption value

P = Harga pembelian (*purchase value*)

Sumber: www.idx.co.id

3. Peringkat Obligasi Syariah (sukuk)

Peringkat sukuk merupakan suatu standarisasi yang diberikan oleh lembaga pemeringkat obligasi terkemuka yang menggambarkan kemampuan emiten penerbit obligasi untuk membayar imbal hasil sesuai jadwal yang telah disepakati (Dheni, 2015). Lembaga-lembaga yang memberikan nilai *merating* obligasi syariah maupun konvensional ini menggunakan alat kuantitatif dan penilaian kualitatif untuk mengevaluasi kredit kelayakan dari penerbit

obligasi syariah dan konvensional. Secara umum, semakin tinggi peringkat obligasi, maka ukuran bunga cenderung semakin rendah. Untuk itu perusahaan yang mempunyai nominal tinggi tidak perlu menawarkan ukuran bunga yang tinggi.

Rahardjo (2004:100) di dalam bukunya menguraikan manfaat dari peringkat obligasi, yaitu:

- a. Sistem informasi keterbukaan pasar yang transparan dan menyangkut berbagai produk obligasi akan menciptakan pasar obligasi yang sehat dan transparan pula.
- b. Efisiensi biaya, hasil peringkat yang baik biasanya menghindari kewajiban persyaratan keuangan yang biasanya memberatkan perusahaan seperti penyediaan *sinking fund* atau jaminan aset.
- c. Menentukan besarnya kupon, semakin bagus *rating* cenderung semakin rendah nilai kupon begitu pula sebaliknya.
- d. Memberikan informasi yang obyektif dan independen menyangkut kemampuan membayar utang, tingkat risiko investasi yang mungkin timbul, serta jenis tingkatan utang tersebut.
- e. Mampu menggambarkan kondisi pasar obligasi dan kondisi ekonomi pada umumnya.

Peringkat sukuk juga menjadi salah satu indikator ketepatan waktu pembayaran pokok dan sewa/margin utang sukuk. Lembaga pemberi peringkat, dalam konteks pasar sukuk, memberikan peringkat sukuk yang akan ditawarkan pada investor. Suatu peringkat biasanya adalah opini tentang

kemungkinan bahwa penerbit akan mampu membayar secara penuh pinjaman pokok dan bunga dalam tingkat yang aman tepat pada waktunya sesuai dengan jangka waktu yang aman. Sukuk memiliki karakteristik yang berbeda dengan obligasi konvensional, walaupun terdapat perbedaan karakteristik tersebut, lembaga pemeringkat efek di Indonesia dalam melakukan pemeringkatan sukuk masih menggunakan pemeringkatan yang sama dengan pemeringkatan obligasi konvensional.

Berdasarkan Surat Edaran bank Indonesia Nomor 13/31/DPNP mengenai Lembaga Pemeringkat dan Peringkat yang diakui oleh Bank Indonesia terdapat 6 lembaga yaitu salah satunya adalah PT PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia). PEFINDO merupakan lembaga pemeringkat terkemuka di Indonesia yang jasanya paling banyak digunakan oleh perusahaan dan telah berdiri sejak 1993 (Dhamayanti, 2016). Pemeringkatan yang dilakukan oleh PEFINDO berdasarkan atas permintaan perusahaan penerbit efek. PEFINDO akan membentuk tim penilai atau tim analisis terhadap data-data yang diperoleh maupun kunjungan lapangan, jika informasi yang dibutuhkan telah terpenuhi maka akan dibentuk Komite Peringkat yang akan memberikan rekomendasi terkait *rating* perusahaan. Apabila hasil peringkat yang diberikan kurang baik dan perusahaan merasa tidak setuju, maka perusahaan dapat memberikan informasi-informasi tambahan yang dapat mendukung perubahan rating. Ketika perusahaan tidak setuju dengan hasil yang diberikan oleh lembaga pemeringkat, perusahaan berhak untuk memiminta agar tidak

dipublikasikan. Maka lembaga pemeringkat akan merahasiakan semua informasi dan analisi yang pernah dilakukan pada perusahaan tersebut.

Pemeringkatan sukuk diperlukan untuk mencerminkan kemampuan emiten dalam memenuhi kewajibannya pada saat jatuh tempo, jika kualitas sukuk yang diberikan baik akan meningkatkan minat investor untuk berinvestasi pada sukuk. Terdapat perbedaan teknis dalam pemeringkatan sukuk korporasi dengan obligasi konvensional karena dalam penerbitan sukuk, pemeringkat perlu menelaah *underlying asset* yang menjadi jaminan untuk perlunasan utang. PT PEFINDO memiliki definisi dari peringkat yang diberikan dan dijelaskan pada tabel 2.2 sebagai berikut:

Tabel II.2

Definisi Peringkat Obligasi Syariah (Sukuk)

Peringkat	Definisi
idAAA(sy)	Menunjukkan peringkat tertinggi yang diberikan oleh PEFINDO. Kapasitas emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang di bawah kontrak pembiayaan syariah, relatif lebih unggul/superior terhadap emiten Indonesia lainnya.
idAA(sy)	Menunjukkan satu tingkat di bawah peringkat sebelumnya. Kapasitas emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang dibawah kontrak pembiayaan syariah, relatif sangat kuat terhadap emiten Indonesia lainnya.
idA(sy)	Menunjukkan kapasitas emiten untuk memenuhi komitmen jangka panjang dibawah kontrak pembiayaan syariah, relatif kuat terhadap emiten Indonesia lainnya. Namun sedikit rentan terhadap efek samping dari perubahan keadaan dan

	kondisi ekonomi dan instrumen yang lebih tinggi peringkatnya.
idBBB(sy)	Menunjukkan parameter perlindungan emiten yang cukup memadai . Namun perubahan keadaan dan kondisi ekonomi cenderung menyebabkan kapasitas emiten melemah untuk memenuhi komitmen jangka panjang di bawah kontrak pembiayaan syariah.
idBB(sy)	Menunjukkan parameter perlindungan yang sedikit lemah . Kapasitas emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang di bawah kontrak pembiayaan syariah rentan terhadap ketidakpastian kondisi keuangan, ekonomi dan bisnis yang merugikan.
idB(sy)	Menunjukkan parameter perlindungan yang lemah . Kapasitas emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang di bawah kontrak pembiayaan syariah kemungkinan akan terganggu oleh bisnis yang merugikan, keuangan maupun kondisi ekonomi.
idCCC(sy)	Menunjukkan rentan tidak dibayarkan dan tergantung pada bisnis dan kondisi keuangan yang menguntungkan bagi penerbit/emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang dibawah kontrak pembiayaan syariah.
IdD(sy)	Menunjukkan terjadinya kegagalan pembayaran . Kecuali dibenarkan ketika pembayaran yang terlambat pada tanggal jatuh tempo dibuat perpanjangan waktu.

Sumber: Pengertian *Rating*, www.pefindo.com

4. Ukuran Perusahaan (*Size*)

Ukuran perusahaan (*size*) merupakan rata-rata total penjualan bersih untuk tahun yang bersangkutan sampai beberapa tahun kedepan (Bringham

dan Houston, 2006). Penjualan yang dihasilkan oleh perusahaan lebih besar dari biaya tetap dan biaya variabelnya, maka dapat diperoleh jumlah pendapatan sebelum pajak. Perusahaan yang peningkatan penjualannya tinggi memerlukan sumber dana atau modal yang besar, begitupula sebaliknya. Pada perusahaan yang pertumbuhan penjualannya rendah maka kebutuhan akan modalnya juga kecil. Ketika perusahaan membutuhkan dana yang semakin banyak akibat adanya peningkatan penjualan dan menipisnya dana intern maka perusahaan akan mencari dana dari luar seperti hutang, menerbitkan saham, atau menerbitkan obligasi (Siska dan Eka, 2016). Perusahaan yang berukuran (*size*) yang lebih besar memiliki kemudahan dan akses yang lebih besar untuk mendapat sumber pendanaan eksternal dari berbagai sumber.

Ukuran perusahaan yang besar memiliki profitabilitas yang lebih besar untuk dapat bersaing dan bertahan dalam industri. Perusahaan yang memiliki ukuran lebih kecil cepat bereaksi terhadap perubahan. Maka perusahaan yang skalanya besar kemungkinan tingkat *leveragenya* lebih besar dari perusahaan yang berskala kecil. Terbatasnya faktor-faktor dalam penunjang operasional perusahaan mengakibatkan perusahaan dengan skala yang lebih kecil cenderung memiliki risiko yang lebih besar dari perusahaan berskala besar.

Size dapat diukur dengan nilai total aset, total aset yang besar dapat menjadi sinyal positif bagi investor (Abdul, 2015). Hal tersebut dikarenakan jumlah aset yang besar dapat dijadikan sebagai jaminan atas obligasi yang akan diterbitkan oleh perusahaan. Jaminan ini nantinya akan melindungi dari risiko-risiko yang akan timbul dan menjadi tanggungan oleh para investor,

apabila perusahaan mengalami gagal bayar atas utang yang dimiliki. Dengan demikian risiko yang ditanggung oleh investor menjadi lebih kecil melihat adanya jaminan tersebut. Pengukuran yang digunakan untuk mengukur ukuran perusahaan (*size*) menggunakan Logaritma Natural (LN) dari total aset perusahaan yang dilambangkan dengan *LnSize*. Terdapat cara lain untuk mengukur ukuran perusahaan dengan cara menghitung banyaknya karyawan yang dipekerjakan dan total penjualan yang diperoleh perusahaan setiap tahun.

5. Tingkat Suku Bunga (SBIS Rate)

Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) adalah surat berharga yaitu dikeluarkan oleh Bank Indonesia sebagai pengakuan utang berjangka waktu pendek (1-3 bulan) dengan diskonto/bunga. SBIS merupakan salah satu mekanisme yang digunakan Bank Indonesia untuk mengontrol kestabilan nilai Rupiah. Dengan menjual SBIS, Bank Indonesia dapat menyerap kelebihan uang primer yang beredar (www.bi.go.id).

Tingkat suku bunga yang berlaku pada setiap penjualan SBIS ditentukan oleh mekanisme pasar berdasarkan sistem lelang. Sejak awal Juli 2005, BI menggunakan mekanisme "BI rate" (suku bunga SBIS), yaitu BI mengumumkan target suku bunga SBIS yang diinginkan BI untuk pelelangan

pada masa periode tertentu. *BI rate* ini kemudian yang digunakan sebagai acuan para pelaku pasar dalam mengikuti pelelangan.

Investasi dalam obligasi memiliki risiko seperti kegagalan penerimaan kupon atau gagal bayar pelunasan dan kerugian karena kehilangan kesempatan untuk melakukan investasi di tempat lain (*opportunity cost*). Maka imbal hasil dari investasi obligasi yang akan diperoleh oleh investor harus lebih tinggi daripada tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia Syariah (Hadiasman, 2008 dari Samsul, 2006). Pergerakan SBIS rate sangat berpengaruh terhadap efek pendapatan tetap.

Kenaikan tingkat suku bunga SBIS diharapkan dapat memberikan alternatif investasi dan akan berdampak pada kenaikan tingkat suku bunga komersial. Ketika tingkat bunga komersial tinggi merupakan momen yang tidak tepat untuk merealisasikan *capital gain* (Hadiasman, 2008). Karena harga obligasi berhubungan terbalik dengan tingkat bunga pasar, kenaikan tingkat bunga komersial akan mengakibatkan penurunan pada harga obligasi. Ketika terdapat perencanaan perubahan pada tingkat suku bunga SBIS akan langsung direspon dengan adanya perubahan harga sekuritas. Ketika suku bunga diskonto SBIS menurun, banyak perusahaan yang lebih memilih untuk menerbitkan obligasi dibandingkan menjual sahamnya ke publik (Ayu, 2013 dari Krisniladari, 2007). Naiknya tingkat suku bunga SBIS akan mengakibatkan investor meminta imbal hasil yang lebih tinggi atas risiko di masa depan (Ayu, 2013). Sehingga hasil obligasi yang ditawarkan oleh

perusahaan akan meningkatkan dan diikuti dengan menurunnya harga obligasi.

B. Hasil Penelitian yang Relevan

Pada penelitian ini, peneliti menggunakan hasil penelitian terdahulu sebagai bahan acuan dalam melakukan penelitian. Penelitian terdahulu yang telah dilakukan dan relevan dengan obligasi syariah, imbal hasil sukuk, peringkat obligasi, ukuran perusahaan, dan SBIS *rate* diantaranya sebagai berikut:

Tabel 2.3

Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul Penelitian	Metodologi	Hasil
1.	Dheni Saraswati Almara dan Harjum Muharam (2015)	Analisis Pengaruh Nilai Sukuk, Rating Sukuk, dan Risiko Sukuk Terhadap <i>Last Yield</i> Sukuk	Analisis regresi linier berganda	H ₁ : Nilai sukuk berpengaruh negatif terhadap <i>last yield</i> sukuk H ₂ : Rating sukuk berpengaruh positif terhadap <i>last yield</i> sukuk H ₃ : Risiko sukuk berpengaruh negatif terhadap <i>last yield</i> sukuk
2.	Yuinar Laeli Faizah, Eko Suyono, dan Wita Ramadhanti (2014)	Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, <i>Size</i> ,	Analisis Jalur (analisis regresi)	1. Profitabilitas berpengaruh positif terhadap

		<p>dan <i>Leverage</i> Perusahaan Terhadap <i>Yield</i> Obligasi Dengan Peringkat Obligasi Sebagai <i>Variable Intervening</i></p>		<p>peringkat obligasi</p> <ol style="list-style-type: none"> 2. Likuiditas berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi 3. <i>Size</i> perusahaan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi 4. <i>Leverage</i> tidak berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi 5. Profitabilitas tidak berpengaruh negatif terhadap <i>yield</i> obligasi 6. Likuiditas tidak berpengaruh negatif terhadap <i>yield</i> obligasi 7. <i>Size</i> perusahaan tidak berpengaruh terhadap <i>yield</i> obligasi 8. <i>Leverage</i> tidak berpengaruh positif terhadap <i>yield</i> obligasi
3.	Eka Nuraini Raohmawati, Siska Veronika Purwanti (2016)	Pengaruh Peringkat Obligasi, Tingkat Suku Bunga-Sertifikat Bank Indonesia, Rasio <i>Leverage</i> , Ukuran perusahaan dan Umur Obligasi Terhadap Imbal Hasil Obligasi Korporasi di Bursa	Analisis regresi linier berganda (<i>multiple regression</i>)	<p>H_1: Peringkat obligasi mempunyai pengaruh negatif terhadap imbal hasil oblligasi</p> <p>H_2: Tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia Syariah mempunyai pengaruh positif terhadap imbal hasil</p>

		Efek Indonesia		obligasi H ₃ : DER mempunyai pengaruh positif terhadap imbal hasil obligasi H ₄ : Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap imbal hasil obligasi H ₅ : Umur obligasi mempunyai pengaruh terhadap imbal hasil obligasi
4.	Augustpaosa Nariman (2016)	Pengaruh Faktor Internal dan Eksternal Perusahaan Terhadap <i>Yield to Maturity</i> Obligasi Korporasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	Analisis regresi berganda	<ol style="list-style-type: none"> 1. Variabel faktor internal yang terdiri dari komite audit, ukuran perusahaan, DER, tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>yield to maturity</i> obligasi 2. Variabel ukuran perusahaan menunjukkan pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap <i>yield to maturity</i> 3. Variabel DER tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>yield to maturity</i> 4. Variabel faktor

				eksternal yang terdiri dari dari kualitas auditor dan tingkat suku bunga BI berpengaruh signifikan terhadap <i>yield to maturity</i>
5.	Eka Nuraini Raohmawati, Siska Veronika Purwanti (2016)	Pengaruh Ukuran Perusahaan, DER, <i>Rating Bond</i> , dan Maturitas Terhadap <i>Yield</i> Obligasi Pada Sektor Perbankan yang Terdaftar di BEI	<i>Multiple Linier Regression</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi 2. DER berpengaruh negatif dan tidak dan tidak signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi 3. <i>Rating bond</i> berpengaruh negatif dan signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi 4. Maturitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi
6.	Delli Maria, IBI Darmajaya (2014)	Pengaruh <i>Good Corporate Governance</i> dan Pengaruh terhadap Risiko Kredit dan <i>Yield</i> Sukuk Ijarah	Model ordinal logistik regresi	<p>H₁ : GCG tidak berpengaruh terhadap rating sukuk ijarah</p> <p>H₂: <i>Blockholder</i> dan <i>size</i> berpengaruh</p>

		Korporasi		<p>signifikan terhadap DER</p> <p>H₃: Jumlah komite audit, komisaris independen, KAP tidak berpengaruh signifikan terhadap DER</p> <p>H₄: <i>Blockholder</i>, Komisaris independen, KAP, dan ROE tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>yield</i> sukuk ijarah</p> <p>H₅: Jumlah komite audit dan <i>size</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>yield</i> sukuk ijarah</p>
7.	Ida Ayu Wiryardari Kusuma Handayani, Luh Gede Sri Artini (2012)	Pengaruh Faktor Ekonomi Makro, Keputusan Investasi dan Keputusan Pendanaan Terhadap <i>Yield</i> Obligasi Korporasi di Bursa Efek Indonesia	<i>Confirmatory Factor Analysis</i> dan <i>Path Analysis</i>	<p>H₁= Keputusan investasi berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan pendanaan korporasi di BEI</p> <p>H₂= Faktor ekonomi makro berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan pendanaan korporasi di BEI</p> <p>H₃= Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap <i>yield</i> obligasi korporasi di BEI</p> <p>H₄= Keputusan</p>

				pendanaan berpengaruh positif signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi korporasi di BEI H ₅ = faktor ekonomi makro berpengaruh positif signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi korporasi di BEI
8.	Ni Wayan Linda Naluritha Sari, Nyoman Abundanti (2015)	Variabel-variabel yang Mempengaruhi <i>Yield</i> Obligasi Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI	Desain Penelitian Asosiatif	H ₁ = Inflasi berpengaruh positif terhadap <i>yield</i> obligasi H ₂ = Tingkat suku bunga berpengaruh positif terhadap <i>yield</i> obligasi H ₃ = Umur obligasi berpengaruh positif terhadap <i>yield</i> obligasi H ₄ = Peringkat obligasi berpengaruh negatif terhadap <i>yield</i> obligasi H ₅ = Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap <i>yield</i> obligasi H ₆ = Profitabilitas berpengaruh positif terhadap <i>yield</i> obligasi
9.	Abdul Muslim, (2015)	Pengaruh Faktor Fundamental Keuangan Perusahaan dan	Analisi Regresi Berganda	H ₁ = Nilai likuiditas berpengaruh terhadap tingkat <i>yield</i> obligasi

		Informasi Akuntansi Terhadap Tingkat <i>Yield</i> Obligasi		<p>H₂= Tingkat <i>leverage</i> perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat <i>yield</i> obligasi</p> <p>H₃= Tingkat suku bunga berpengaruh positif terhadap tingkat <i>yield</i> obligasi</p> <p>H₄= hasil <i>rating</i> obligasi berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>yield</i> obligasi</p> <p>H₅= Reputasi auditor berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>yield</i> obligasi</p> <p>H₆= Reputasi <i>underwriter</i> berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>yield</i> obligasi</p> <p>H₇= <i>Size</i> perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>yield</i> obligasi</p>
10.	Abdul Muslim, (2015)	Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Tingkat Imbal Hasil Sukuk Negara Seri Ritel di Indonesia	<i>Vector Autoregressive</i> (VAR)	<p>H₁= Tingkat suku bunga SBIS berpengaruh positif signifikan terhadap <i>yield</i> sukuk ritel</p> <p>H₂= Inflasi berpengaruh positif terhadap <i>yield</i> sukuk ritel</p> <p>H₃= Nilai tukar berpengaruh positif terhadap <i>yield</i> sukuk ritel</p>

				H ₄ = Pertumbuhan Ekonomi (PDB) berpengaruh negatif terhadap <i>yield</i> sukuk ritel
--	--	--	--	--

C. Kerangka Teoritik

1. Peringkat Obligasi Terhadap Imbal Hasil Obligasi Syariah (Sukuk)

Peringkat obligasi menyatakan skala risiko atau tingkat keamanan suatu obligasi yang diterbitkan serta memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal probabilitas kegagalan utang suatu perusahaan (Ayu, 2013). Peringkat obligasi dengan *rating* idAAA(sy) merupakan investasi yang berperingkat tinggi atau *high grade* sedangkan obligasi yang mencerminkan risiko kredit yang paling tinggi atau *high creditworthiness* peringkat yang diberikan adalah idD(sy) perusahaan penerbit emiten mengalami gagal dalam pembayaran hutangnya (www.pefindo.com). Berdasarkan pengertian tersebut maka para investor akan memilih untuk membeli obligasi syariah (sukuk) dengan rating yang paling tertinggi (Dheni, 2015).

Obligasi yang berperingkat tinggi akan memberikan kemungkinan gagal bayar yang rendah dan imbal hasil yang akan didapatkan akan semakin tinggi demikian pula sebaliknya, jika rating yang diberikan rendah maka kemungkinan terjadinya gagal bayar tinggi dan imbal hasil yang didapatkan semakin rendah. Investor akan bereaksi positif apabila terdapat sinyal positif

dari emiten penerbit obligasi begitupula sebaliknya dan peringkat obligasi ini dapat menjadi salah satu informasi untuk pengambilan keputusan. Hal ini berhubungan positif dengan risiko imbal hasil dari obligasi syariah.

2. Ukuran Perusahaan (Size) Terhadap Imbal Hasil Obligasi Syariah (Sukuk)

Ukuran perusahaan yang berskala besar dapat ditunjukkan dengan total aset perusahaan yang besar pula. Perusahaan yang memiliki aset yang besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai kedewasaan (Ayu, 2015). Dimana dalam tahap ini arus kas yang dimiliki oleh perusahaan akan menjadi prospek jangka panjang yang baik. Ukuran perusahaan berskala besar mencerminkan perusahaan yang relatif lebih stabil jika dibandingkan dengan perusahaan berskala kecil, perusahaan dengan ukuran yang lebih besar akan menghasilkan laba yang besar pula (Daniati dan Suhairi, 2006).

Apabila perusahaan sedang membutuhkan dana yang semakin besar dari adanya pertumbuhan pada penjualan, maka perusahaan skala besar akan lebih mudah mendapat sumber pendanaan eksternal (Eka dan Siska, 2016). Perusahaan besar dapat lebih mudah menjual aset maupun produk dan jasanya untuk melunasi hutang yang dimilikinya (Yuniar, *et al.* 2014). Perusahaan dengan skala yang lebih kecil akan menghasilkan produksi dengan jumlah yang terbatas, imbal hasil yang lebih besar pula untuk menarik perhatian investor. Dengan ukuran perusahaan yang berskala besar dapat lebih mudah dalam melakukan kegiatan operasional menghasilkan,

berhubungan terhadap imbal hasil yang akan diberikan dan diterima oleh investor. Hal ini sesuai dengan konsep dari ukuran perusahaan, di mana ketika semakin besarnya perusahaan dapat mempengaruhi keadaan ekonomi perusahaan yang lebih stabil sehingga kemungkinan terbayarkannya imbal hasil sukuk kepada para investornya dan dapat mengurangi kemungkinan adanya gagal bayar.

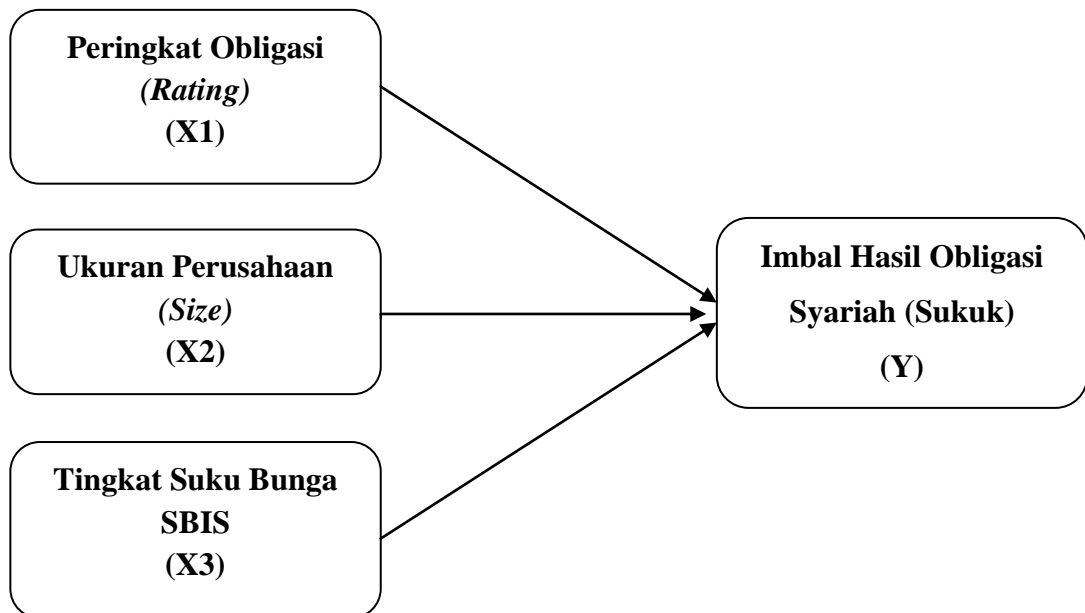
3. Tingkat Suku Bunga-Sertifikat Bank Indonesia Syariah Terhadap Imbal Hasil Obligasi Syariah (Sukuk)

Kenaikan tingkat suku bunga SBIS diharapkan dapat memberikan alternatif investasi dan akan berdampak pada kenaikan tingkat suku bunga komersial. Ketika tingkat bunga komersial tinggi merupakan momen yang tidak tepat untuk merealisasikan *capital gain* (Hadiasman, 2008). Harga obligasi berhubungan terbalik dengan tingkat bunga pasar, kenaikan tingkat bunga komersial akan mengakibatkan penurunan pada harga obligasi. Hal ini sesuai kaitanya dengan konsep tingkat suku bunga SBIS apabila tingkat suku bunga meningkat maka akan lebih menguntungkan untuk berinvestasi pada deposito bank karena lebih menguntungkan jika berinvestasi pada sekuritas obligasi sehingga harga yang ditawarkan pada sukuk di pasar akan mengalami penurunan mengakibatkan imbal hasil (*yield*) sukuk mengalami kenaikan (Nanik, 2013).

Pernyataan tersebut sesuai dengan konsep premi risiko (*risk premium*) bahwa tingkat bunga bebas risiko (*risk free rate*) dalam hal ini SBIS

meningkat, maka segala instrumen investasi yang ada di luar instrumen akan menyesuaikan tingkat pengembaliannya. Sehingga dapat disimpulkan ketika tingkat suku bunga SBIS mengalami kenaikan maka imbal hasil yang diisyaratkan oleh investor juga akan menaiki kenaikan.

Berdasarkan penjelasan diatas, maka dapat disimpulkan dalam gambar sebagai berikut:



Gambar II.1

Kerangka Teoritik

D. Perumusan Hipotesis Penelitian

- 1. Terdapat pengaruh antara peringkat obligasi terhadap imbal basil obligasi syariah (sukuk)**

Peringkat sukuk merupakan suatu standarisasi yang diberikan oleh lembaga pemeringkat obligasi terkemuka yang menggambarkan kemampuan emiten penerbit obligasi untuk membayar imbal hasil sesuai jadwal yang telah disepakati (Dheni, 2015). Peringkat sukuk juga menjadi salah satu indikator ketepatan waktu pembayaran imbal hasil sukuk. Pemeringkatan sukuk diperlukan untuk mencerminkan kemampuan emiten dalam memenuhi kewajibannya pada saat jatuh tempo, jika kualitas sukuk yang diberikan baik akan meningkatkan minat investor untuk berinvestasi pada sukuk.

Dari uraian diatas dapat disimpulkan bahwa peringkat obligasi memiliki pengaruh terhadap imbal hasil sukuk. Hal ini diperkuat dengan penelitian Zakaria dan Isa (2013) menyatakan bahwa rating obligasi berpengaruh positif terhadap imbal hasil sukuk. Kemudian penelitian yang dilakukan oleh Ayu (2013) bahwa peringkat obligasi berpengaruh negatif terhadap imbal hasil obligasi. Dan penelitian yang dilakukan oleh Dheni dan Harjum (2015) menyatakan bahwa peringkat obligasi berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil sukuk. Berdasarkan penjelasan dan bukti empiris yang telah disampaikan, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H₁: Peringkat obligasi berpengaruh terhadap imbal hasil obligasi syariah (sukuk)

2. Terdapat pengaruh antara ukuran perusahaan (*size*) terhadap imbal hasil obligasi syariah (sukuk)

Ukuran perusahaan yang berskala besar dapat ditunjukkan dengan total aset perusahaan yang besar pula. Perusahaan yang memiliki aset yang besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai kedewasaan (Ayu, 2015). Dengan ukuran perusahaan yang berskala besar dapat lebih mudah dalam melakukan kegiatan operasional menghasilkan, berhubungan terhadap imbal hasil yang akan diberikan dan diterima oleh investor. Hal ini sesuai dengan konsep dari ukuran perusahaan, di mana ketika semakin besarnya perusahaan dapat mempengaruhi keadaan ekonomi perusahaan yang lebih stabil sehingga kemungkinan terbayarkannya imbal hasil sukuk kepada para investornya dan dapat mengurangi kemungkinan adanya gagal bayar.

Dari uraian diatas dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan (*size*) memiliki pengaruh terhadap imbal hasil obligasi syariah (sukuk). Hal ini dikuatkan dengan bukti empiris dan penelitian yang dilakukan oleh Ibrahim (2008) menyatakan bahwa ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap imbal hasil obligasi. Kemudian penelitian yang dilakukan oleh Surya dan Nasher (2011) menyatakan bahwa *size* berpengaruh tidak signifikan terhadap imbal hasil obligasi. Dan penelitian yang dilakukan oleh Eka dan Siska (2016) juga menyatakan hal yang sama yaitu, *size* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap imbal hasil obligasi. Berdasarkan penjelasan dan bukti empiris yang telah disampaikan, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H₂: Ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh terhadap imbal hasil obligasi syariah (sukuk)

3. Terdapat pengaruh antara tingkat suku bunga-Sertifikat Bank Indonesia Syariah terhadap imbal hasil obligasi syariah (sukuk)

Kenaikan tingkat suku bunga SBIS diharapkan dapat memberikan alternatif investasi dan akan berdampak pada kenaikan tingkat suku bunga komersial. Harga obligasi berhubungan terbalik dengan tingkat bunga pasar, kenaikan tingkat bunga komersil akan mengakibatkan penurunan pada harga obligasi. Hal ini sesuai kaitanya dengan konsep tingkat suku bunga SBIS apabila tingkat suku bunga meningkat maka akan lebih menguntungkan untuk berinvestasi pada deposito bank karena lebih menguntungkan jika berinvestasi pada sekuritas obligasi sehingga harga yang ditawarkan pada sukuk di pasar akan mengalami penurunan mengakibatkan imbal hasil (*yield*) sukuk mengalami kenaikan (Nanik, 2013). ketika tingkat suku bunga SBIS mengalami kenaikan maka imbal hasil yang diisyaratkan oleh investor juga akan menaiki kenaikan.

Dari uraian diatas dapat disimpulkan bahwa tingkat suku bunga SBIS memiliki pengaruh terhadap imbal hasil obligasi syariah (sukuk). Hal ini diperkuat dengan bukti empiris dan penelitian yang dilakukan oleh Surya dan Nasher (2011) menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif yang signifikan antara tingkat suku bunga SBIS terhadap imbal hasil obligasi. Kemudian penelitian lainnya menyatakan hal yang bahwa tingkat suku bunga SBIS mempunyai pengaruh positif terhadap imbal hasil obligasi (Ayu, 2013). Dan penelitian yang dilakukan oleh Ni Wayan dan Nyoman (2015) menyatakan

bahwa tingkat suku bunga SBIS berpengaruh positif dan signifikan terhadap imbal hasil obligasi syariah (sukuk). Berdasarkan penjelasan dan bukti empiris yang telah disampaikan, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H₃: Tingkat suku bunga-Sertifikat Bank Indonesia Syariah berpengaruh terhadap imbal hasil obligasi syariah (sukuk)