

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
PENERBITAN SUKUK KORPORASI DI INDONESIA**

FATHIA ROFIFAH

8335132520



**Skripsi ini disusun untuk memenuhi salah satu persyaratan mendapatkan
gelar Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta**

PROGRAM STUDI AKUNTANSI (S1)

KONSENTRASI AUDIT

JURUSAN AKUNTANSI

FAKULTAS EKONOMI

UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA

2017

**DETERMINANTS OF CORPORATE SUKUK ISSUANCE IN
INDONESIA**

FATHIA ROFIFAH

8335132520



Skripsi is Written as Part of Bachelor Degree in Economics Accomplishment

STUDY PROGRAM OF S1 ACCOUNTING

CONCENTRATION IN AUDITING

DEPARTEMENT OF ACCOUNTING

FACULTY OF ECONOMICS

UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA

2017

ABSTRAK

FATHIA ROFIFAH. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Penerbitan Sukuk Korporasi di Indonesia. Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Jakarta, 2017.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan aksesibilitas pasar modal syariah terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang menerbitkan sukuk di Indonesia. Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu laporan tahunan yang berasal dari situs Bursa Efek Indonesia (BEI) maupun perusahaan terkait. Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda untuk menguji hipotesis dengan bantuan SPSS 24. Hasil penelitian membuktikan bahwa (1) ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap penerbitan sukuk korporasi, (2) pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi, dan (3) aksesibilitas pasar modal syariah tidak berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi pada tahun 2012-2016.

Kata kunci: penerbitan sukuk, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, aksesibilitas pasar modal syariah.

ABSTRACT

FATHIA ROFIFAH. *Determinants of Corporate Sukuk Issuance in Indonesia*. Faculty of Economics, Universitas Negeri Jakarta, 2017.

This study investigates the factors that promote companies to issue sukuk. The population of this research is corporations who has issued sukuk. This study used annual report from Indonesia Stock Exchange or companies' websites. Multiple linear regression analysis is used in order to test the hypothesis with SPSS 24. The results of the study proved that (1) firm size effect positively and significantly to corporate sukuk issuance, (2) growth opportunities do not effect the corporate sukuk issuance, and (3) sharia market accessibility does not effect the corporate sukuk issuance in the year of 2012-2016.

Keywords: *sukuk issuance, firm size, growth opportunities, sharia market accessibility.*

LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI




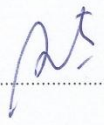

Penanggung Jawab

Dekan Fakultas Ekonomi



Dr. Dedi Purwana, E.S., M.Bus.

NIP. 196712071992031001

<u>Nama</u>	<u>Jabatan</u>	<u>Tanda Tangan</u>	<u>Tanggal</u>
<u>Dr. IGKA Ulupui, SE., M.Si., Akt., CA.</u> NIP. 196612131993032003	Ketua Penguji		14/08/2017
<u>Diena Noviarini, SE., MMSi.</u> NIP. 197511152008122002	Sekretaris		15/08/2017
<u>Ratna Anggraini ZR, SE., M.Si., Ak., CA.</u> NIP. 197404172000122001	Penguji Ahli		08/08/2017
<u>Erika Takidah, SE., M.Si.</u> NIP. 197511112009122001	Pembimbing I		14/08/2017
<u>Diah Armeliza, SE., M.Ak.</u> NIP. 19710413200112 1 001	Pembimbing II		14/08/2017

Tanggal Lulus: 3 Agustus 2017

PERNYATAAN ORISINALITAS

Dengan ini saya menyatakan bahwa:

1. Skripsi ini merupakan karya asli dan belum pernah diajukan untuk mendapat gelar akademik sarjana, baik di Universitas Negeri Jakarta maupun perguruan tinggi lain.
2. Skripsi ini belum pernah dipublikasikan, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka.
3. Pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan apabila dikemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di Universitas Negeri Jakarta.

Jakarta, 25 Juli 2017

Yang Membuat Pernyataan



Fathia Rofifah

No. Reg. 8335132520

KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadirat Allah SWT atas berkah dan rahmat-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini. Tugas ini dibuat dalam rangka memenuhi salah satu persyaratan kelulusan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada program studi S1 Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Jakarta. Proses pelaksanaan dan penyusunan laporan ini tidak lepas dari bantuan berbagai pihak. Oleh sebab itu, penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada:

1. Keluarga tercinta: Achmad Kosasih, Dessi Mutia, Rizka Fakhirah, Fakhri Rasyid, Nenek Lilis, Alm. Kakek Nazarudin, Alm. Mbak Mar;
2. Dr. IGKA Ulupui, SE., M.Si., Akt., CA. selaku koordinator program studi S1 Akuntansi dan ketua penguji;
3. Ratna Anggraini ZR, SE., M.Si., Ak., CA. selaku penguji ahli I;
4. Diena Noviarini, SE., MMSi. selaku penguji ahli II;
5. Erika Takidah, SE., M.Si. selaku dosen pembimbing satu;
6. Diah Armeliza, SE., M.Ak. selaku dosen pembimbing dua;
7. Seluruh dosen UNJ yang telah mendidik serta membagikan ilmu kepada penulis;
8. Sahabat karib: Dewi, Inkana, Linda, Caterina, Fidiya, Dika, Gadis, Halimah, Ulfa, Puji, Ranita;
9. Teman-teman Akuntansi B 2013;
10. Keluarga E-FLY: Pak Giri dan Ibu Yurita.

Penulis menyadari bahwa masih terdapat kekurangan dalam laporan ini. Oleh karena itu, saran dan kritik pembaca akan sangat berguna untuk penyempurnaannya. Semoga laporan ini dapat memberikan manfaat bagi para pembaca.

Jakarta, Maret 2017

Penulis

DAFTAR ISI

ABSTRAK.....	i
LEMBAR PENGESAHAN.....	iii
LEMBAR ORISINALITAS.....	iv
KATA PENGANTAR.....	v
DAFTAR ISI.....	vii
DAFTAR TABEL.....	x
DAFTAR GAMBAR.....	xi
DAFTAR LAMPIRAN.....	xii
BAB I PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang Masalah.....	1
B. Identifikasi Masalah.....	10
C. Pembatasan Masalah.....	11
D. Perumusan Masalah.....	11
E. Manfaat Penelitian.....	12
BAB II KAJIAN TEORETIK	
A. Definisi Konseptual.....	13
1. Teori <i>trade-off</i>	13
2. Teori <i>pecking order</i>	14
3. Teori Keagenan (<i>Agency Theory</i>).....	16
4. Penerbitan Sukuk Korporasi.....	18
5. Ukuran Perusahaan.....	22
6. Pertumbuhan Perusahaan (<i>Growth Opportunity</i>).....	23

7. Aksesibilitas Pasar Modal Syariah.....	25
B. Hasil Penelitian yang Relevan.....	26
C. Kerangka Teoritik.....	32
D. Perumusan Hipotesis.....	32
1. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi..	32
2. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan (<i>growth opportunities</i>) terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi.....	33
3. Pengaruh Aksesibilitas Pasar Modal Syariah terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi.....	33

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

A. Tujuan Penelitian.....	35
B. Objek dan Ruang Lingkup Penelitian.....	35
C. Metode Penelitian.....	35
D. Populasi dan Sampel.....	36
E. Operasionalisasi Variabel Penelitian.....	37
1. Penerbitan Sukuk Korporasi.....	38
2. Ukuran Perusahaan.....	36
3. Pertumbuhan Perusahaan (<i>growth opportunities</i>).....	39
4. Aksesibilitas Pasar Modal Syariah.....	40
F. Teknik Analisis Data.....	40

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Deskripsi Data.....	46
1. Hasil Pemilihan Sampel.....	46

2. Analisis Statistik Deskriptif.....	47
B. Pengujian Hipotesis.....	48
1. Uji Asumsi Klasik.....	48
2. Uji Kelayakan Model.....	54
3. Uji Hipotesis.....	56
C. Pembahasan.....	57
1. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi.....	57
2. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi.....	59
3. Pengaruh Aksesibilitas Pasar Modal Syariah terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi.....	60
BAB V KESIMPULAN, IMPLIKASI, DAN SARAN	
A. Kesimpulan.....	63
B. Implikasi.....	64
C. Saran.....	66
DAFTAR PUSTAKA.....	68
LAMPIRAN.....	73

DAFTAR TABEL

Tabel I.1	Perbedaan Sukuk dan Obligasi Konvensional	3
Tabel II.1	Hasil Penelitian yang Relevan	26
Tabel III.1	Durbin Watson d test: Pengambilan Keputusan	43
Tabel IV.1	Jumlah Populasi dan Sampel Penelitian	47
Tabel IV.2	Hasil Analisis Statistik Deskriptif	47
Tabel IV.3	Hasil Uji Normalitas	50
Tabel IV.4	Hasil Uji Multikolinieritas	51
Tabel IV.5	Nilai Tolerance dan VIF	52
Tabel IV.6	Hasil Uji Autokorelasi	52
Tabel IV.7	Hasil Uji Heterokedastisitas	54
Tabel IV.8	Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)	55
Tabel IV.9	Hasil Uji Statistik F	56
Tabel IV.10	Hasil Uji Statistik t	57

DAFTAR GAMBAR

Gambar II.1	Kerangka Teoretik	32
Gambar IV.1	Grafik Histogram Normalitas	49
Gambar IV.2	Grafik <i>Normal Probability Plot</i>	50
Gambar IV.3	Grafik <i>Scatterplot</i> Heterokedastisitas	53

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 - Daftar Istilah	73
Lampiran 2 - Data Penelitian	77
Lampiran 3 - Penerbitan Sukuk	78
Lampiran 4 - Ukuran Perusahaan	80
Lampiran 5 - Pertumbuhan Perusahaan	82
Lampiran 6 - Aksesibilitas Pasar Modal Syariah	85
Lampiran 7 - Data <i>Outlier</i>	87
Lampiran 8 - Hasil Uji Statistik Deskriptif	88
Lampiran 9 - Hasil Uji Normalitas	88
Lampiran 10 - Hasil Uji Multikolinieritas	90
Lampiran 11 - Hasil Uji Autokorelasi	90
Lampiran 12 - Hasil Uji Heterokedastisitas	91
Lampiran 13 - Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)	91
Lampiran 14 - Hasil Uji F	92
Lampiran 15 - Hasil Uji t	92

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Industri jasa keuangan syariah di Indonesia semakin berkembang, tidak hanya perbankan, tetapi juga dalam bidang asuransi, pegadaian, dan pasar modal. Berkembangnya ekonomi syariah di Indonesia diawali dengan didirikannya Bank Muamalat pada tahun 1992, kemudian diikuti oleh berbagai lembaga keuangan, salah satu diantaranya adalah para emiten di pasar modal. Investasi syariah merupakan salah satu kegiatan yang dinaungi pasar modal syariah dengan menerapkan prinsip-prinsip sesuai Al-Quran dan Sunnah. Praktik investasi ini juga harus terbebas dari hal-hal yang dilarang, salah satunya adalah bunga atau riba. Selain itu, prinsip syariah juga melarang transaksi yang di dalamnya mengandung unsur ketidakjelasan (*gharar*), penawaran palsu (*najsy*) dan pembelian untuk penimbunan efek (*ihtikar*). Prinsip syariah melekat pada cara transaksi, instrumen, maupun efek yang diperjual-belikan. Produk berbasis syariah di pasar modal antara lain saham, reksadana, dan sukuk. Perusahaan dapat menerbitkan efek tersebut apabila telah memenuhi aspek syariah dan terdaftar dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang dikeluarkan Otoritas Jasa Keuangan (OJK).

Berdirinya Pasar Modal Syariah di Indonesia dimulai dengan diterbitkannya Reksa Dana Syariah oleh PT Danareksa Investment Management pada 3 Juli

1997. Setelah itu, pada tanggal 3 Juli 2000 Bursa Efek Jakarta (kini telah bergabung dengan Bursa Efek Surabaya menjadi Bursa Efek Indonesia) berkerjasama dengan PT Danareksa Investment Management meresmikan Jakarta Islamic Index (JII) yang berfungsi sebagai acuan bagi investor yang ingin melakukan investasi sesuai dengan ketentuan syariah. Pada 18 April 2001, Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) mengeluarkan fatwa yang berkaitan langsung dengan pasar modal, yaitu Fatwa Nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah.

Sukuk diatur dalam DSN-MUI dalam Fatwa Nomor 32 tahun 2002 tentang Obligasi Syariah. Pada 14 dan 15 Maret 2003 Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) menandatangani nota kesepahaman dengan DSN-MUI mengenai prinsip pasar modal syariah. Sejak saat itu, pasar modal syariah mulai berkembang. Salah satu inovasi yang dilakukan BEI dalam mengembangkan pasar modal syariah yaitu melalui *Syariah Online Trading System (SOTS)* yang berfungsi untuk menyaring transaksi saham agar sesuai dengan kaidah syariah yang sudah disertifikasi DSN-MUI. SOTS merupakan pelopor sistem *online trading* syariah yang pertama di dunia. Pada tahun 2016, terdapat 10.500 investor pasar modal syariah, meningkat dari tahun sebelumnya yang hanya sebanyak 4.908 investor. Istilah sukuk mulai digunakan di Indonesia sejak tahun 2006 sesuai Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah. Efek syariah sendiri per Agustus 2016 terdiri dari 311 saham syariah, 44 seri sukuk korporasi, 26 seri sukuk negara syariah dan 1 Reksa Dana yang diperdagangkan di bursa/ *Exchange Traded Fund (ETF)* syariah.

Obligasi syariah atau sukuk merupakan surat berharga jangka panjang yang menjadi bukti kepemilikan atas suatu aset yang mendasarinya (*underlying asset*) yang harus sesuai dengan prinsip syariah. Penerbitan sukuk mengacu pada peraturan OJK Nomor 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk. Sukuk tidak mengenal adanya premium atau diskon sebab adanya prinsip *al-hawalah* (pengalihan piutang dengan prinsip bagi hasil). Hal ini menyebabkan harga sukuk yang digunakan adalah harga nominal pelunasan jatuh tempo obligasi. Adapun perbedaan antara sukuk dengan obligasi konvensional adalah sebagai berikut.

Tabel I.1
Perbedaan Sukuk dan Obligasi Konvensional

No.	Karakteristik	Sukuk	Obligasi Konvensional
1	Sifat Instrumen	Sertifikat kepemilikan/penyertaan atas suatu aset	Surat Pengakuan utang
2	Imbal hasil/ <i>return</i>	Bagi hasil, <i>margin/fee</i>	Bunga/kupon (<i>fixed interest</i>)
3	Aset yang mendasari/ <i>underlying asset</i>	Perlu	Tidak perlu
4	Investor	Islami, konvensional	Konvensional
5	Penggunaan hasil penerbitan	Harus sesuai syariah	Bebas
6	Penetapan harga	Berdasarkan <i>underlying asset</i>	Sesuai tingkat suku bunga

Sumber: Diolah dari berbagai sumber, 2016.

Dari segi penerbit, sukuk di Indonesia dikeluarkan oleh negara (Surat Berharga Syariah Negara/SBSN) dan perusahaan/korporasi. Sukuk Negara

pertama kali diperkenalkan tahun 2008 seiring ditetapkannya Undang-Undang nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara. Kontribusi Sukuk Negara dalam membiayai APBN terus meningkat dari tahun ke tahun. Sukuk Negara tidak hanya digunakan untuk pembiayaan defisit APBN (*general financing*), namun juga dalam pembangunan proyek-proyek infrastruktur (*project financing*). Indonesia saat ini tercatat sebagai negara penerbit Sukuk Negara dalam denominasi mata uang asing (sukuk global) terbesar di dunia, yang mencapai nominal US\$ 10,15 miliar dengan sukuk yang belum jatuh tempo/*outstanding* sebesar US\$ 9,5 miliar (Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko Kementerian Keuangan/DJPPR, 2016).

Pasar modal syariah tercatat berkontribusi paling besar dalam aset keuangan syariah dengan nilai Rp 451,2 triliun, dari total aset keuangan syariah per Februari 2017 yang mencapai Rp 897,1 triliun. Namun, sebagian besar kontribusi tersebut masih disumbang oleh sukuk negara yang mencapai Rp 423,29 triliun. Disamping itu, penetapan aset dasar (*underlying asset*) yang harus sesuai dengan prinsip syariah dalam setiap penerbitan sukuk mengharuskan perusahaan untuk selektif dalam menentukan aset yang memenuhi ketentuan syariah yang berlaku. Proses ini membutuhkan waktu yang lebih lama sehingga dapat memperbesar biaya yang diperlukan. Hal ini berdampak pada biaya penerbitan sukuk yang cukup mahal. Ini bisa membuat sukuk menjadi kurang kompetitif dibandingkan obligasi konvensional, yang prosesnya relatif lebih mudah sehingga harganya lebih murah.

Selain cara tradisional dalam memperoleh pendanaan seperti pinjaman bank, perusahaan mulai memperluas ragam pembiayaan yang tersedia, salah satunya adalah sukuk (Shahida dan Sapiyi, 2013). Dana sukuk dapat digunakan untuk mengembangkan suatu proyek ataupun pembangunan suatu usaha baru yang digunakan sebagai dasar penetapan harga sukuk. Penilai Harga Efek Indonesia/*Indonesia Bond Pricing Agency* (IBPA) merupakan entitas yang bertugas untuk melakukan penetapan harga pasar wajar untuk surat berharga yang diterbitkan oleh Pemerintah dan Korporasi. Sukuk korporasi ditandai dengan kemunculan obligasi syariah pertama oleh PT Indosat Tbk. senilai Rp175 miliar pada awal September 2002 dengan akad mudharabah. Akad ini merupakan perjanjian bagi hasil antara investor dengan emiten dimana pendapatan yang diperoleh investor bergantung dari pendapatan emiten dari penggunaan dana sukuk. Dengan kata lain, imbal hasil (*return*) investor berfluktuasi mengikuti pendapatan yang menjadi dasar nisbah bagi hasil.

PT Indosat Tbk. membutuhkan dana untuk pengembangan usahanya dibidang seluler, yaitu dengan mengakuisisi anak perusahaan (Satelindo). Kemudian, pada 14 Maret 2003 dilakukan penandatanganan surat kesepakatan antara Badan Pengawas Pasar Modal (sekarang sudah menjadi Otoritas Jasa Keuangan/OJK) dan DSN-MUI yang berisi kesepakatan antara kedua belah pihak dalam mengembangkan pasar modal berbasis syariah di Indonesia. Setelah itu, semakin banyak perusahaan yang menerbitkan sukuk sebagai salah satu alternatif pembiayaan. Pada 11 Mei 2004, sukuk dengan akad ijarah pertama kali diterbitkan oleh PT Matahari Prima Tbk. Sukuk ini menggunakan akad sewa

dimana investor mendapat *fee* atas pendapatan sewa. *Fee* Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker Tahun 2007 sebesar 10.30%, Sukuk Ijarah Indosat III Tahun 2008 sejumlah 10.25%, dan Sukuk Ijarah I Summarecon Agung Tahun 2008 senilai 14.10%.

Berdasarkan data OJK, jumlah sukuk korporasi yang masih beredar per Maret 2017 terdiri dari 37 sukuk ijarah dan 18 sukuk mudharabah. Akad ijarah lebih banyak digunakan karena pengelolaannya yang lebih sederhana (Nurhayati dan Wasilah, 2015). Dengan akad yang mudah dipahami, diharapkan investor menjadi lebih mudah tertarik untuk berinvestasi. Data Direktorat Pembiayaan Syariah DJPPR menunjukkan bahwa sampai dengan tahun 2006 sebesar 41% penerbitan sukuk menggunakan akad Ijarah. Namun, pertumbuhan sukuk cukup jauh tertinggal dengan obligasi konvensional. Selama tahun 2011-2014 rata-rata penerbitan sukuk pada kisaran Rp1,2 triliun per tahun, sedangkan obligasi mencapai Rp49,6 triliun per tahun. Penyebab atas permasalahan sukuk korporasi ini muncul dari faktor internal perusahaan, eksternal (pasar), dan kondisi regulasi (Badan Kebijakan Fiskal Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2016). Salah satu aspek dari faktor internal perusahaan yaitu tingkat pemahaman terkait sukuk yang masih rendah. Sedangkan, dari faktor eksternal, sukuk dinilai kurang likuid. Perdagangan/*trading* sukuk dalam pasar sekunder masih cukup sulit karena para pemegang sukuk didominasi oleh perusahaan investasi, asuransi, dan perbankan syariah yang memegangnya hingga jatuh tempo/*hold to maturity* (HTM). Selain itu, minat masyarakat untuk berinvestasi pada instrumen sukuk

jauh lebih rendah dibanding saham. Akad atau perjanjian yang dipakai di Indonesia dalam menerbitkan sukuk cukup terbatas.

Perusahaan cenderung menerbitkan sukuk dalam kondisi informasi asimetris yang tinggi (Nagano, 2016). Disamping itu, mekanisme *adverse selection* pada struktur sukuk menjadi daya tarik perusahaan dengan kondisi finansial yang buruk untuk menerbitkan sukuk. Sebagai contoh, perusahaan dengan proyek yang tidak berjalan lancar lebih baik mengungkapkannya dalam *Special Purpose Vehicle* (SPV) daripada terlihat pada laporan posisi keuangan. Alasan lainnya adalah perusahaan tidak terikat pada kinerja aset yang mendasari penerbitan sukuk. Hal ini erat kaitannya dengan skema *adverse selection*. Maka dari itu, penerbitan sukuk memberikan sinyal negatif dalam pasar modal (Goldwelski, Turk-Ariss, dan Weill, 2013). Menurunnya kinerja perusahaan di tahun sebelumnya juga menjadi salah satu alasan untuk menerbitkan instrumen sukuk.

Nagano (2016) menjelaskan bahwa perusahaan akan memilih untuk menerbitkan sukuk saat sedang mengalami kesulitan dalam memperoleh pinjaman dari bank karena jumlah yang dibutuhkan terlalu besar ataupun sulit menerbitkan obligasi konvensional akibat tingginya informasi asimetris. Dengan kata lain, perusahaan menerbitkan sukuk bukan untuk investasi jangka panjang (Klein dan Weill, 2016). Halim, How, dan Janice (2016) menggunakan regresi logistik untuk menganalisis 128 perusahaan penerbit sukuk dan 102 perusahaan yang menerbitkan obligasi yang terdaftar di *Kuala Lumpur Stock Exchange* (KLSE) selama periode 2001-2014. Hasil penelitian ini menjelaskan bahwa alasan utama

perusahaan menerbitkan sukuk karena adanya biaya mitigasi keagenan atas arus kas bebas ataupun dalam kondisi *underinvestment*. Kesulitan keuangan (*financial distress*) juga menjadi salah satu faktor yang mendorong penerbitan sukuk.

Penelitian yang dilakukan terkait penerbitan sukuk juga masih terbatas (Mohamed, Masih, & Bacha, 2015). Salah satu diantaranya adalah penelitian yang dilakukan terkait pilihan pembiayaan perusahaan antara pinjaman bank, obligasi konvensional dan syariah dengan menggunakan model regresi *ordinary least square* (OLS) (Nagano, 2010). Penelitian ini menunjukkan bahwa penerbitan sukuk tidak berkaitan dengan dana internal perusahaan itu sendiri. Semakin berkembangnya pembiayaan syariah dalam struktur modal perusahaan berguna untuk meningkatkan daya saing. Ukuran perusahaan juga berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan besar dapat lebih mudah dalam memperoleh akses atas pasar obligasi syariah/sukuk dibanding perusahaan kecil, terlebih jika perusahaan besar tersebut sudah berpengalaman dalam menerbitkan sukuk. Selain itu, hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa sukuk mempengaruhi penerbitan obligasi konvensional serta pinjaman bank, namun tidak berlaku sebaliknya.

Penelitian tersebut dikembangkan dengan menambah variabel insentif pajak dan *leverage* yang dapat mempengaruhi penerbitan sukuk (Shahida dan Saharah, 2013). Hasil dari penelitian ini membuktikan bahwa insentif pajak berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk, tetapi tidak demikian dengan *leverage*. Kemudian penelitian kembali dilakukan mengenai hal-hal yang mempengaruhi keputusan perusahaan dalam memilih jenis sukuk yang akan

diterbitkan (Azmat, Skully, Brown, 2014). Penelitian tersebut mengelompokkan sukuk mengelompokkan sukuk dalam beberapa kategori, antara lain *debt bonds* (*murabahah*), *Islamic Joint Venture* (*musyarakah* dan *mudarabah*), dan *Secured Against Real Asset* (*ijarah*). Hasil dari penelitian yang menggunakan model *multinomial probit* ini yaitu kinerja perusahaan berpengaruh secara parsial terhadap *debt bonds*, utang jangka pendek berpengaruh positif terhadap pemilihan sukuk IJV, dan risiko kebangkrutan membuat perusahaan cenderung memilih sukuk SARA. Penelitian selanjutnya dikembangkan dengan analisis perbandingan antara sukuk dan obligasi disertai dengan jenisnya masing-masing (Mohamed, dkk., 2015). Dalam penelitian ini, tipe obligasi dibedakan menjadi *convertible bond* dan *straight bond*. Selain itu, salah satu jenis sukuk yang diteliti adalah *exchange-based contracts* yang terdiri dari perjanjian/akad atas penjualan dengan pembayaran angsuran (*bai' bithaman ajil*), jual beli (*murabahah*), penjualan dengan pembelian kembali (*bai'inah*), *leasing* (*ijarah*) dan penjualan progresif (*istisna'*). Jenis berikutnya adalah *participation-based contracts* yang terdiri dari bagi hasil (*mudarabah*) dan kemitraan (*musyarakah*). Hasil dari penelitian ini yaitu kesempatan untuk tumbuh (*growth opportunities*) berpengaruh positif dan signifikan dengan penerbitan sukuk perusahaan. Namun, ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap penerbitan sukuk. Hal ini bertentangan dengan penelitian sebelumnya (Nagano, 2010).

Sebagian besar penelitian terdahulu mengkaji penerbitan sukuk di Malaysia dan Timur Tengah. Keterbatasan penelitian mengenai penerbitan sukuk (Mohamed, 2015) serta perbedaan hasil terkait hal-hal yang mempengaruhi

penerbitan sukuk mendorong peneliti untuk mendalami topik ini dengan judul **“Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Penerbitan Sukuk Perusahaan di Indonesia”**.

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah diatas, maka dapat dikemukakan beberapa permasalahan yang mempengaruhi penerbitan sukuk adalah sebagai berikut:

1. Jumlah perusahaan yang menerbitkan sukuk korporasi sedikit;
2. Pemahaman investor maupun emiten terkait penerbitan sukuk minim;
3. Sukuk menjadi alternatif pembiayaan yang perkembangannya lebih lambat dibanding obligasi konvensional;
4. Tingkat pertumbuhan sukuk korporasi cukup tertinggal dibanding sukuk negara;
5. Biaya penerbitan sukuk masih cukup tinggi;
6. Perdagangan/*trading* sukuk di pasar sekunder masih kurang likuid;
7. Masih terbatasnya penelitian mengenai penerbitan sukuk korporasi di Indonesia;
8. Perusahaan menerbitkan sukuk dalam kondisi informasi asimetris yang tinggi;
9. Jenis akad dalam penerbitan sukuk kurang beragam;
10. Sinyal negatif pasar modal terhadap penerbitan sukuk.

C. Pembatasan Masalah

Dalam meneliti mengenai analisis faktor-faktor yang mempengaruhi penerbitan sukuk korporasi di Indonesia, pembatasan masalah diperlukan dalam rangka memperjelas objek penelitian dan pokok pembahasan. Maka dari itu, pembatasan masalah dari penelitian ini yaitu:

1. Populasi yang digunakan adalah perusahaan yang masih memiliki sukuk beredar (*outstanding*) di Indonesia per Mei 2017;
2. Periode pengamatan yaitu selama lima tahun, dari 2012 sampai 2016;
3. Variabel independen yang diuji yaitu ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan (*growth opportunities*), serta aksesibilitas pasar modal syariah terhadap variabel dependen penerbitan sukuk.

D. Perumusan Masalah

Penelitian ini dilakukan karena masih terbatasnya literatur yang membahas mengenai penerbitan sukuk (Mohamed, dkk., 2015). Maka dari itu, penulis meneliti ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan (*growth opportunities*) serta aksesibilitas pasar modal syariah terhadap penerbitan sukuk. Adapun pertanyaan penelitian dalam skripsi ini, yaitu:

1. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia?
2. Apakah pertumbuhan perusahaan (*growth opportunities*) berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia?

3. Apakah aksesibilitas pasar modal syariah berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia?

E. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat, antara lain:

1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat menambah literatur mengenai penerbitan sukuk.

2. Manfaat Praktis

- a) Perusahaan

Melalui penelitian ini, diharapkan lebih banyak perusahaan yang memilih sukuk sebagai alternatif dalam melakukan pembiayaan.

- b) Investor

Penelitian ini diharapkan dapat menambah kesadaran (*awareness*) kepada investor mengenai sukuk serta menarik investor untuk membeli sukuk.

BAB II

KAJIAN TEORETIK

A. Definisi Konseptual

1. Teori *Trade-off*

Modigliani dan Miller memperkenalkan teori *trade-off* pada tahun 1958. Teori ini didasari atas adanya pengurangan atau penghematan pajak (*tax shield*) dari penggunaan utang. Di sisi lain, kenaikan utang dapat menurunkan nilai perusahaan sehingga akan meningkatkan risiko dan biaya kebangkrutan, keagenan (*agency cost*), dan kesulitan keuangan (*financial distress*). Maka dari itu, perusahaan harus menemukan keseimbangan (*equilibrium*) antara penghematan pajak (*tax shield*) dari penggunaan utang dengan biaya kesulitan keuangan yang mungkin terjadi. Menurut Sartono (2001), teori ini menyatakan bahwa struktur modal yang optimal dapat dicapai dengan menyeimbangkan keuntungan penghematan pajak dengan beban biaya akibat penggunaan utang. Semakin besar proporsi utang, maka semakin besar pula penghematan pajak yang diperoleh. Namun, terdapat risiko atas kenaikan biaya kebangkrutan yang mungkin timbul.

Trade off theory juga merupakan teori struktur modal yang didasarkan pada biaya (*cost*) dan manfaat (*benefit*) antara biaya modal dengan utang, diantaranya biaya kebangkrutan dan keuntungan atau penghematan pajak. Berdasarkan teori ini kebijakan struktur modal memiliki kelebihan dan kelemahan, yaitu di satu sisi dapat memberikan keuntungan karena pemerintah memperbolehkan perusahaan untuk membebaskan bunga sebagai *return* bagi kre-

ditor sehingga dapat mengurangi pajak. Sedangkan, bila perusahaan menerbitkan saham dengan memberikan *return* kepada investor berupa dividen, maka dividen tersebut tidak bisa dibebankan sebagai pengurang pajak. Namun di sisi lain perusahaan akan memiliki risiko kebangkrutan yang kewajiban utamanya adalah melunasi utang-utangnya.

Trade off theory mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil pertukaran (*trade off*) dari keuntungan pajak dengan penggunaan utang dengan biaya yang akan timbul sebagai akibat penggunaan utang tersebut. Inti dari *trade off theory* yaitu menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan utang. Selama manfaat lebih besar, tambahan utang masih diperkenankan. Apabila pengorbanan karena penggunaan utang sudah lebih besar, maka tambahan utang sudah tidak diperbolehkan. *Trade off theory* telah mempertimbangkan berbagai faktor seperti biaya pajak perusahaan, biaya kebangkrutan, dan *personal tax*, dalam menjelaskan mengapa suatu perusahaan memilih struktur modal tertentu (Husnan, 2000).

2. Teori *Pecking Order*

Teori ini dikemukakan pertama kali pada tahun 1961 oleh Gordon Donaldson dan dikembangkan oleh Steward C. Myers dan Nicholas S. Maljuf pada tahun 1984. *Pecking order theory* merupakan urutan keputusan perusahaan dalam melakukan pendanaan. Teori ini didasari oleh adanya informasi yang tidak simetris (*asymmetric information*) antara manajemen dan investor. Hal ini terjadi ketika manajemen perusahaan memiliki lebih banyak informasi dibanding para

pemegang saham maupun pemegang obligasi. Maka dari itu, perusahaan memilih pendanaan yang paling aman dan memiliki risiko terkecil terlebih dahulu melalui pembiayaan internal. Apabila terpaksa menggunakan dana eksternal, perusahaan lebih memilih utang (*debt*) dibanding ekuitas. Dengan kata lain, laba ditahan menjadi prioritas utama manajer dalam mengatur pendanaan. Jika tidak mencukupi maka perusahaan akan menjual surat berharga (obligasi), dan menerbitkan saham sebagai pilihan terakhir.

Dalam teori ini, perusahaan mempunyai kesulitan dalam memperoleh pembiayaan eksternal dengan harga yang terjangkau (*reasonable cost*) sehingga manajer lebih menyukai penggunaan utang untuk pendanaan dari pihak luar perusahaan dari pada penerbitan saham baru berdasarkan pertimbangan bahwa biaya utang jangka panjang yang lebih murah daripada penerbitan saham (Copeland dan Weston, 1997). Selain itu, obligasi juga mempunyai risiko yang lebih kecil. Apabila faktor kesulitan keuangan (*financial distress*) diabaikan, maka investor akan mendapat tingkat pengembalian (*return*) yang tetap. Implikasi dari teori ini adalah perusahaan tidak menetapkan suatu target atas *leverage*. Maka dari itu, perusahaan dengan tingkat keuntungan yang tinggi (*profitable*) mempunyai utang yang lebih sedikit. *Pecking order theory* juga menekankan pentingnya *financial slack* dalam manajemen keuangan perusahaan. *Financial slack* dilakukan melalui akumulasi cadangan kas yang digunakan apabila perusahaan ingin memulai suatu proyek. Hal ini dilakukan sebagai langkah antisipasi perusahaan agar mempunyai dana internal yang cukup sebagai sumber pembiayaan di masa yang akan datang.

3. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antara manajemen (*agent*) dengan investor (*principal*). Konflik kepentingan antara kedua belah pihak tersebut disebabkan karena pihak manajemen tidak selalu berbuat sesuai dengan kepentingan investor sehingga memicu biaya keagenan (*agency cost*) sebab terdapat dua kepentingan yang berbeda didalam perusahaan dimana masing-masing pihak berusaha untuk mencapai atau mempertahankan tingkat kemakmuran yang dikehendaki (Ali, 2002). Teori agensi menyatakan bahwa apabila terdapat pemisahan antara pemilik sebagai *principal* dan manajemen sebagai *agent* yang menjalankan perusahaan maka akan muncul permasalahan agensi karena masing-masing pihak tersebut akan selalu berusaha untuk memaksimalkan fungsi utilitasnya (Jensen & Meckling, 1976). Untuk meminimalisasi permasalahan agensi tersebut, maka dibuatlah kontrak-kontrak dalam perusahaan baik kontrak antara pemegang saham dengan manajernya maupun kontrak antara manajemen dengan karyawan, pemasok, dan kreditur.

Watts & Zimmerman (1986) menyatakan bahwa laporan keuangan yang dibuat dengan angka-angka akuntansi diharapkan dapat meminimalkan konflik diantara pihak-pihak yang berkepentingan. Dengan laporan keuangan yang dilaporkan oleh *agent* sebagai pertanggungjawaban kinerjanya, *principal* dapat menilai, mengukur dan mengawasi sampai sejauh mana *agent* tersebut bekerja untuk meningkatkan kesejahteraannya serta sebagai dasar pemberian kompensasi kepada *agent*. Penunjukan manajer oleh pemegang saham untuk mengelola

perusahaan dalam kenyataannya seringkali menghadapi masalah dikarenakan tujuan perusahaan berbenturan dengan tujuan pribadi manajer. Dengan kewenangan yang dimiliki, manajer bisa bertindak dengan hanya menguntungkan dirinya sendiri dan mengorbankan kepentingan para investor. Hal ini terjadi karena adanya perbedaan informasi yang dimiliki oleh keduanya. Perbedaan informasi ini disebut sebagai *asymmetric information*. Hal ini dapat diatasi melalui pihak *principal* yang memberikan tingkat insentif yang layak kepada manajer dan harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan (*monitoring cost*) untuk mencegah *moral hazard* dari manajer. Biaya-biaya tersebut disebut sebagai biaya keagenan atau *agency cost*. Ada beberapa pendekatan yang dapat dilakukan untuk mengurangi *agency cost*, diantaranya dengan meningkatkan kepemilikan dari dalam atau kepemilikan manajerial. Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa penambahan kepemilikan manajerial memiliki keuntungan untuk mensejajarkan kepentingan manajer dan investor. Kedua, dengan menggunakan kebijakan utang dengan tujuan sebagai berikut:

- a. Penggunaan utang meminialisir kebutuhan untuk menggunakan saham (*external equity*) sehingga dapat meningkatkan konsentrasi kepemilikan manajerial. Manajemen dapat mengelola perusahaan dengan lebih tenang dan fokus karena adanya dana yang cukup. Hal ini akan mengurangi masalah keagenan antara pihak *principal* dan *agent*.
- b. Ketergantungan perusahaan terhadap utang meningkatkan kedisiplinan perusahaan sebab utang merupakan suatu kewajiban yang terikat kontrak. Manajer harus berhati-hati dalam menggunakan arus kas perusahaan karena

harus mengembalikan nilai nominal peminjaman obligasi beserta tingkat pengembaliannya. Dengan kata lain, potensi manajemen dalam menyalahgunakan arus kas lebih rendah sebab hal itu akan mengakibatkan bangkrutnya perusahaan ataupun manajer tersebut yang akan kehilangan pekerjaan.

4. Penerbitan Sukuk Korporasi

Secara terminologi, sukuk merupakan bentuk jamak dari kata "*sakk*" dalam bahasa Arab yang berarti sertifikat atau bukti kepemilikan. Sukuk adalah salah satu efek syariah yang berupa surat berharga sebagai bukti kepemilikan bersama atas suatu aset/proyek. Setiap sukuk yang diterbitkan harus mempunyai aset yang dijadikan dasar penerbitan (*underlying asset*). Dengan kata lain, investor menyertakan modalnya terhadap aset yang dibiayai oleh sukuk. Maka dari itu, investor menjadi bagian dari pemilik aset. Penggunaan dana sukuk harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal dan sesuai dengan prinsip syariah. Imbalan yang diperoleh bagi pemegang sukuk dapat berupa bagi hasil, *fee*, atau margin, sesuai dengan jenis akad yang digunakan. Regulasi terkait penerbitan sukuk diatur oleh OJK sesuai dengan Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah. Penerbitan sukuk tidak lepas dari berbagai akad yang sesuai dengan prinsip syariah. Skema penerbitan sukuk tergantung dari jenis akad yang dipilih dan aset yang dibiayai. Salah satu lembaga Internasional yang menjadi acuan Indonesia dalam mengatur tata kelola sukuk adalah *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution (AAOIFI)*. Dalam lembaga ini, sukuk diatur dalam Standar Akuntansi Finansial/*Financial*

Accounting Standard (FAS) No.17 tentang Investasi Sukuk. Jenis akad (perjanjian) yang diterapkan di Indonesia, antara lain:

1. Sukuk Ijarah

Ijarah merupakan akad sewa menyewa barang dalam jangka waktu tertentu. Sukuk ijarah diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad ijarah. Pendapatan investor berupa *fee* ijarah/pendapatan sewa bersifat tetap dan besarnya sudah diketahui sejak awal sukuk diterbitkan. Dalam tahap awal sukuk ijarah, investor akan membayarkan sejumlah dana kepada *Special Purpose Vehicle* (SPV) dalam rangka pembelian sukuk. Proses ini berlanjut ke pihak pemasok atau pemilik aset (komoditas) untuk menyetujui penyewaan barang yang dimilikinya. Setelah itu, perusahaan setuju untuk menyewa barang yang telah ditentukan serta membayar biaya sewa kepada pemasok. Setelah itu, pemasok akan membayarkan sejumlah dana yang telah disepakati kepada SPV. Kemudian investor menerima pendapatan sukuk melalui SPV.

2. Sukuk Mudharabah

Sukuk mudharabah merupakan sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad mudharabah dimana salah satu pihak menyediakan modal (*rabb al-mal*) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (*mudarib*), keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan perbandingan yang telah disetujui sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal. Dalam sukuk ini, pendapatan yang diperoleh investor tergantung dari pendapatan emiten. Menurut Fatwa DSN No. 15 Tahun 2000,

dasar bagi hasil dapat berupa laba kotor atau laba bersih dengan nisbah keuntungan yang sudah disepakati.

Pada Desember 2016, menurut data OJK terdapat 34 perusahaan yang menerbitkan sukuk dengan akad ijarah, dan 18 sukuk dengan akad mudharabah. Aset yang menjadi dasar Sukuk menurut Peraturan OJK Nomor 18/POJK.04/2015 Pasal 3, terdiri atas:

- a. aset berwujud tertentu;
- b. nilai manfaat atas aset berwujud tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada;
- c. jasa yang sudah ada maupun yang akan ada;
- d. aset proyek tertentu; dan/atau
- e. kegiatan investasi yang telah ditentukan.

Peraturan tersebut juga menetapkan bahwa korporasi dapat menerbitkan efek syariah sepanjang Emiten atau Perusahaan Publik tersebut:

1. tidak melakukan kegiatan dan jenis usaha yang bertentangan dengan Prinsip Syariah di Pasar Modal yang meliputi:
 - a. perjudian dan permainan yang tergolong judi;
 - b. jasa keuangan ribawi;
 - c. jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*) dan/atau judi (*maisir*);
 - d. memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan dan/atau menyediakan:
 - 1) barang atau jasa haram yang ditetapkan oleh Dewan Syariah Nasional - Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI);

- 2) barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat; dan/atau
 - 3) barang atau jasa lainnya yang bertentangan dengan prinsip syariah berdasarkan ketetapan dari DSN-MUI; dan
- e. melakukan kegiatan lain yang bertentangan dengan prinsip syariah berdasarkan ketetapan dari DSN-MUI;
2. tidak melakukan transaksi yang bertentangan dengan Prinsip Syariah di Pasar Modal;
 3. memenuhi rasio keuangan sebagai berikut:
 - a. total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45% (empat puluh lima persen); dan
 - b. total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10% (sepuluh persen).

Keuntungan yang diperoleh dari penerbitan sukuk (Usmani, 2008), antara lain:

- a. Cara terbaik dalam melakukan pembiayaan bagi perusahaan berskala besar dapat dilakukan melalui sukuk. Hal tersebut dikarenakan pendanaan untuk membutuhkan banyak pihak dan keragaman struktur pendanaan untuk membiayai kegiatan operasionalnya;
- b. Sukuk merupakan salah satu alternatif ideal untuk investor untuk mendiversifikasi portofolio dan meminimalisir risiko yang dihadapi dalam berinvestasi. Investor dapat memperoleh pendapatan tunai atas investasinya

- beserta jumlah penyertaan yang mereka bayarkan apabila perusahaan memperoleh laba yang mencukupi (*profitable*);
- c. Sukuk merupakan salah satu cara yang baik dalam menjaga tingkat likuiditas perbankan syariah maupun institusi keuangan syariah lainnya. Pembelian sukuk akan dilakukan apabila institusi mempunyai tingkat likuiditas berlebih, dan sebaliknya. Apabila tingkat likuiditas institusi rendah, mereka akan menjual sukuk pada pasar sekunder;
 - d. Intisari atas dilakukannya penerbitan sukuk adalah untuk mendistribusikan keuntungan secara adil kepada para investor. Melalui prinsip ini, terdapat kekayaan atau keuntungan yang diperoleh tidak hanya pada pihak eksekutif, tetapi juga pihak-pihak lain yang turut berpartisipasi, salah satunya adalah investor. Manfaat inilah yang dijunjung tinggi dalam sistem ekonomi syariah.

Adapun perumusan dalam mengukur penerbitan sukuk dihitung berdasarkan rasio utang jangka panjang terhadap total utang (Mohamed, dkk., 2016).

$$\text{Long term debt to total asset ratio} = \frac{\text{long term debt}}{\text{total assets}}$$

5. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan dari total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata penjualan dan rata-rata total aktiva (Riyanto, 1995). Selain itu, kapitalisasi pasar juga dapat menjadi salah satu indikator dalam menentukan besar kecilnya ukuran perusahaan (Sudarmadji dan Sularto, 2007). Penelitian lainnya menggunakan logaritma nilai pasar ekuitas perusahaan pada akhir tahun dengan menghitung jumlah saham

yang beredar pada akhir tahun dikali dengan harga pasar saham tersebut (Siregar dan Utama, 2008). Ukuran besar kecilnya perusahaan pada penelitian ini diukur melalui logaritma natural dari total aset (\ln total aset). Total aset dijadikan sebagai indikator ukuran perusahaan karena sifatnya jangka panjang dibandingkan dengan penjualan (Titman dan Wessels, 1988).

$$Size = L_n \text{ total assets}$$

Semakin besar perusahaan, maka semakin besar pula dana yang akan dikeluarkan, baik itu dari kebijakan utang (*debt*) atau modal (*equity*) dalam rangka mempertahankan atau mengembangkan perusahaan. Disisi lain, Januari (2009) menghitung ukuran perusahaan dengan rumus sebagai berikut:

$$Size = L_n \text{ total sales}$$

Handayani dan Rachadi (2009) mengukur *firm size* dengan melakukan pengelompokan perusahaan berdasarkan *market value* setiap akhir tahun penelitian, yaitu jumlah harga saham yang beredar dikalikan dengan harga pasar saham. Perusahaan dikategorikan berukuran besar apabila *market value* diatas 1 triliun rupiah, kategori sedang dengan nilai *market value* diatas 100 miliar rupiah dan lebih kecil dari 1 triliun rupiah, serta kategori kecil apabila *market value* dibawah 100 miliar rupiah. Setelah itu diterapkan *dummy variable* dengan kode 1 untuk perusahaan besar dan sedang, serta 0 untuk perusahaan kecil.

6. Pertumbuhan Perusahaan (*Growth Opportunities*)

Growth opportunities merupakan kesempatan pertumbuhan perusahaan yang diharapkan dapat memberikan sinyal positif untuk berinvestasi (Wibowoputra, 2012). Mai (2006) mendefisikan *growth opportunities* sebagai

peluang pertumbuhan perusahaan di masa depan. Tingkat pertumbuhan ditunjukkan dengan peningkatan penjualan dari periode ke periode. Dengan semakin meningkatnya pertumbuhan perusahaan dari penjualan, maka kreditor akan semakin percaya dengan kinerja perusahaan, sehingga dapat meningkatkan dana untuk operasional perusahaan. Pertumbuhan perusahaan yang cepat maka meningkatkan kebutuhan dana yang diperlukan untuk ekspansi. Semakin besar kebutuhan untuk pembiayaan mendatang maka semakin besar keinginan perusahaan untuk menahan laba. Dengan demikian, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi lebih banyak membutuhkan dana di masa depan sehingga meningkatkan jumlah laba ditahan. (Mai, 2006). Potensi pertumbuhan ini dapat diukur dari besarnya biaya penelitian dan pengembangan. Semakin besar biaya tersebut, maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan untuk bertumbuh (Sartono, 2001).

Perusahaan yang diprediksi akan mengalami pertumbuhan tinggi di masa mendatang cenderung memilih menggunakan saham untuk mendanai operasional perusahaan. Dengan demikian perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang rendah akan lebih banyak menggunakan utang jangka panjang. Selain itu, perusahaan dengan *growth opportunities* tinggi cenderung membelanjai pengeluaran investasi dengan modal sendiri untuk menghindari masalah *underinvestment* yaitu tidak dilaksanakannya semua proyek investasi yang bernilai positif oleh pihak manajer perusahaan (Chen, 2004). Pertumbuhan perusahaan dapat diukur melalui persentase penjualan tahunan dari total aset (Mohamed, dkk., 2015).

Pertumbuhan perusahaan=tingkat peningkatan penjualan per tahun

Penelitian lainnya (Wibowoputra, 2012) mengukur pertumbuhan perusahaan dengan rumus sebagai berikut:

$$Price\ earning\ ratio = \frac{\text{Harga penutupan saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

Mustapha, Ismail, Minai (2011) mengukur *growth opportunities* dengan cara:

$$Growth = \frac{\text{market value of the firm}}{\text{total assets}}$$

Chen (2004) meneliti variabel *growth opportunities* dengan rumus:

$$Growth = \frac{\text{sales growth}}{\text{total assets growth}}$$

Pangulu (2014) mengukur *growth opportunities* melalui tingkat pertumbuhan aset. Selain itu, variabel *growth opportunities* juga dapat dilakukan dengan perhitungan *book value* total aset dikurangi dengan *book value* ekuitas yang dijumlah dengan nilai pasar ekuitas kemudian dibagi dengan *book value* total aset (Deesomsak, Paudyal, dan Pescetto, 2009). Rajan and Zingales (1995) menggunakan Tobin's Q dalam mengukur pertumbuhan perusahaan, Penelitian lainnya menggunakan *market-to-book ratio of equity* sebagai proksi *growth opportunities* (Booth, Laurence, Aivazian, Kunt, Maksimovic, 2001).

7. Aksesibilitas pasar modal syariah

Akses pasar atas pasar modal syariah berperan penting dalam keputusan perusahaan dalam menerbitkan sukuk (Nagano, 2016). Perusahaan dianggap memiliki kemudahan akses pasar modal syariah apabila telah berpengalaman dalam menerbitkan berbagai instrumen syariah, salah satunya adalah sukuk. PT

Indosat Tbk. merupakan pelopor obligasi syariah. Perusahaan ini merupakan pelopor yang pertama kali menerbitkan sukuk dengan akad mudharabah di Indonesia senilai Rp 175 miliar sebagai salah satu bentuk pendanaan untuk memenuhi kebutuhan investasi, yang telah dilunasi oleh perusahaan pada tahun 2007. Kemudian, Indosat menerbitkan Sukuk Ijarah I senilai Rp 285 miliar tahun 2005 dan penerbitan Sukuk Ijarah II tahun 2007 lalu sejumlah Rp 400 miliar. Setelah itu, perusahaan ini menerbitkan sukuk Ijarah III tahun 2008 senilai Rp 570 miliar sehingga total nilai obligasi syariah yang diterbitkan adalah Rp 1,43 triliun. Pengalaman atas penerbitan sukuk dapat digunakan dengan menghitung akumulasi penerbitan sukuk pada tahun sebelumnya (Shahida, dkk., 2013).

$$\text{Aksesibilitas pasar modal syariah} = \frac{\text{Accumulated sukuk issued by previous year}}{\text{Book value of liability}}$$

Selain itu, Nagano (2016) menggunakan variabel *dummy* dengan nilai 1 apabila perusahaan pernah menerbitkan sukuk, dan 0 jika perusahaan tidak pernah menerbitkan sukuk sebelumnya.

B. Hasil Penelitian yang Relevan

No	Judul/Tahun	Variabel dalam Penelitian	Hasil Penelitian
1	<i>Agency Costs and Corporate Sukuk Issuance</i> Zairihan Abdul	Variabel Dependen: 1. <i>Sukuk Issuance</i> Variabel Independen: 1. <i>Free Cash Flow</i>	1. Perusahaan dengan <i>free cash flow</i> dan profitabilitas yang tinggi cenderung

	Halim, Janice How dan Peter Verhoeven <i>Pacific-Basin Finance Journal</i> 2017	<ol style="list-style-type: none"> 2. EBITDA 3. <i>Market-to-book ratio</i> 4. <i>Depreciation-to-asset-ratio</i> 5. <i>Debt-to asset ratio</i> 6. <i>Firm size</i> 7. <i>Firm Age</i> 	<p>menerbitkan sukuk dibanding obligasi konvensional.</p> <ol style="list-style-type: none"> 2. Terdapat hubungan positif antara <i>growth opportunities</i> dan penerbitan sukuk. 3. Biaya keagenan menjadi perhatian utama perusahaan dalam menerbitkan sukuk.
2	<i>Why Do Companies Issue Sukuk?</i> Paul-Olivier Klein, Laurent Weill <i>Review of Financial Economics</i> 2016	<p>Variabel Dependen:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Sukuk Issuance</i> <p>Variabel Independen:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Current ratio</i> 2. <i>Fixed assets ratio</i> 3. EBITDA 	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Current ratio</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap penerbitan sukuk. 2. EBITDA berpengaruh negatif dan signifikan terhadap penerbitan sukuk. 3. <i>Fixed assets</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap penerbitan sukuk.
3	<i>Who Issues Sukuk and When?: An Analysis of The Determinants of Islamic Bond Issuance</i>	<p>Variabel Dependen:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Sukuk Issuance</i> <p>Variabel Independen:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Past experience with Sukuk issuance</i> 	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Past experience with sukuk issuance</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap penerbitan sukuk. 2. Perusahaan besar

	Mamoru Nagano <i>Review of Financial Economics</i> 2016	<ol style="list-style-type: none"> 2. <i>Firm size</i> 3. <i>Asset tangibility</i> 1. <i>Debt-to-equity ratio</i> 2. <i>Market-to-book ratio</i> 3. <i>Dividend payable</i> 4. <i>Cash and equivalent</i> 5. <i>Earnings per share</i> 6. GDP 7. <i>Cumulative abnormal return</i> 8. <i>Population</i> 	<p>memilih untuk mengeluarkan saham (<i>equity issuance</i>) dibanding penerbitan sukuk.</p> <p>3. <i>Low financial constraint</i>) dan harga saham yang <i>undervalued</i> memperbesar kemungkinan perusahaan dalam menerbitkan sukuk.</p>
4	<p><i>Sukuk issuance and Information Asymmetry: Why Do Firms Issue Sukuk?</i></p> <p>Mamoru Nagano <i>Pacific-Basin Finance Journal</i> 2016</p>	<p>Variabel Dependen:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Sukuk Issuance</i> 2. <i>Debt</i> 3. <i>Equity</i> 4. <i>Bank Loan</i> <p>Variabel Independen:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Bank Capitalization to Funding</i> 2. <i>Types of firms ((public or private)</i> 3. <i>Total assets</i> 4. <i>Cash dividends</i> 5. <i>Cash and short-term investment</i> 6. ROA 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Dalam kondisi <i>asymmetric information</i>, perusahaan dengan harga saham yang tinggi dan permintaan pendanaan yang besar memilih untuk menerbitkan sukuk dibanding obligasi konvensional. 2. Perusahaan menerbitkan sukuk jika permintaan pendanaan terlalu tinggi untuk meminjam dari bank dan <i>information asymmetry</i> terlalu

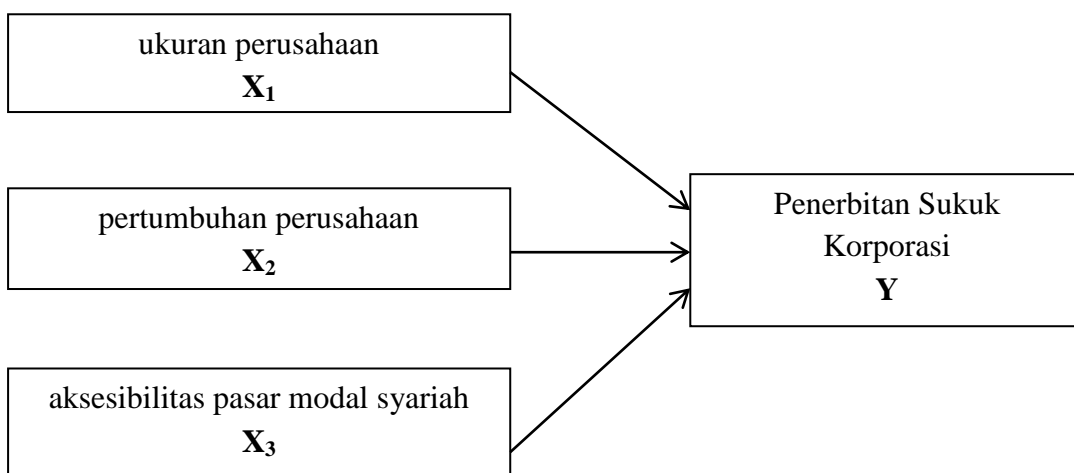
			tinggi untuk mengeluarkan obligasi konvensional.
5.	<p><i>Sukuk and Conventional Bond Issuance</i></p> <p>Wahida Ahmad</p> <p><i>Regional Conference on Science, Technology and Social Sciences (RCSTSS)</i></p> <p>2016</p>	<p>Variabel Dependen</p> <p>1. <i>Bond issuance (monthly issuance of straight bonds and sukuk)</i></p> <p>Variabel Independen</p> <p>1. <i>Ringgit exchange rate</i></p> <p>2. <i>Interest rate</i></p> <p>3. <i>Industrial Production Index Growth</i></p> <p>4. <i>Classification</i></p>	<p>1. Nilai tukar mata uang berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk.</p> <p>2. <i>Industrial Production Index (IPI)</i> tidak mempengaruhi pasar obligasi di Malaysia.</p> <p>3. Penerbitan obligasi masih lebih unggul dibanding penerbitan sukuk di Malaysia.</p>
6	<p><i>Why do issuers issue Sukuk or conventional bond?</i></p> <p><i>Evidence from Malaysian listed firms using partial adjustment models</i></p> <p>Hisham Hanifa</p> <p>Mohamed, Mansur</p> <p>Masih, dan</p> <p>Obiyathulla I.</p> <p>Bacha</p> <p>Pacific-Basin</p>	<p>Variabel Dependen</p> <p>1. <i>Sukuk Issuance</i></p> <p>Variabel Independen</p> <p>1. <i>Profitability</i></p> <p>2. <i>Asset tangibility</i></p> <p>3. <i>Firm size</i></p> <p>4. <i>Growth opportunities</i></p> <p>5. <i>Non-debt tax shield</i></p>	<p>1. <i>Growth opportunities</i> berpengaruh positif signifikan terhadap penerbitan sukuk.</p> <p>2. Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap penerbitan sukuk.</p> <p>3. Perusahaan lebih tertarik dalam menerbitkan <i>exchange-based sukuk</i>.</p>

	Finance Journal 2015		
7	<i>Issuer's Choice of Islamic Bond Type</i> Saad Azmat, Michael Skully, Kym Brown Pacific-Basin Finance Journal 2014	Variabel Dependen: 1. <i>Sukuk Issuance</i> (IJV, SARA, dan <i>debt bonds</i>) Variabel Independen: 1. <i>Leverage</i> 2. <i>Beta</i> 3. <i>Interest coverage</i> 4. <i>Operating margin</i> 5. <i>Firm size</i> 6. <i>Stock valuation</i> 7. <i>Shariah standards</i> 8. <i>Shariah committee</i>	1. Kinerja perusahaan berpengaruh secara parsial terhadap <i>debt bonds</i> 2. Utang jangka pendek berpengaruh positif terhadap pemilihan sukuk IJV 3. Risiko kebangkrutan berpengaruh secara parsial terhadap penerbitan sukuk SARA
8	<i>Why Do Firms Issue Sukuk Over Bonds? Malaysian Evidence</i> S. Shahida dan Saharah Sapiyi <i>Proceeding of the 15th Malaysian Finance Association Conference</i> 2013	Variabel Dependen: 1. <i>Sukuk Issuance</i> Variabel Independen: 1. <i>Firm investment on capital</i> 2. <i>Firm size</i> 3. <i>ROA</i> 4. <i>Market to book ratio</i> 5. <i>Past sukuk issuance experiences</i> 6. <i>Past bonds issuance</i>	1. Sukuk berperan penting dalam memenuhi kebutuhan pendanaan perusahaan 2. Keterbatasan infrastruktur dan kerangka peraturan terkait sukuk menjadi salah satu hambatan perusahaan dalam menerbitkan sukuk di Malaysia 3. <i>Firm size, firms with sukuk issuance</i>

		<p><i>experiences</i></p> <p>7. <i>Leverage</i></p> <p>8. <i>Tax incentives</i></p>	<p><i>experiences dan tax incentives</i> berpengaruh positif terhadap <i>sukuk issuance</i></p>
9.	<p><i>Sustainability of Sukuk and Conventional Bond during Financial Crisis: Malaysia's Capital Market</i></p> <p>Wahidah Ahmad dan Rafisah Mat Radzi</p> <p><i>Global Economy and Finance Journal</i></p> <p>2011</p>	<p>Variabel Dependen:</p> <p>1. <i>Islamic bonds issuance</i></p> <p>2. <i>Straight bonds issuance</i></p> <p>Variabel Independen</p> <p>1. <i>Gross Domestic Product (GDP)</i></p> <p>2. <i>Exchange rate</i></p> <p>3. <i>Liquidity</i></p>	<p>1. GDP, nilai tukar mata uang, serta likuiditas mempengaruhi penerbitan sukuk.</p> <p>2. Penerbitan obligasi hanya dipengaruhi secara signifikan oleh nilai tukar mata uang</p>
10.	<p><i>Islamic Finance and The Theory of Capital Structure</i></p> <p>Mamoru Nagano</p> <p><i>The Munich Personal Research Papers in Economics Archive (MPRA)</i></p> <p>2010</p>	<p>Variabel Dependen:</p> <p>1. <i>Sukuk Issuance</i></p> <p>Variabel Independen:</p> <p>1. ROA</p> <p>2. <i>Firm size</i></p> <p>3. <i>Market-to-book ratio</i></p> <p>4. <i>Bank borrowing</i></p>	<p>1. Penerbitan sukuk dilakukan sebelum peminjaman dana ke bank ataupun jenis pendanaan lainnya.</p> <p>2. Penerbitan sukuk meningkatkan produktivitas dan <i>return</i> saham perusahaan</p>

C. Kerangka Teoretik

Variabel dependen pada penelitian ini adalah penerbitan sukuk korporasi. Sedangkan variabel independen yang digunakan adalah ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan (*growth opportunities*), serta aksesibilitas pasar modal syariah. Berdasarkan hasil telaah pustaka dan beberapa penelitian terdahulu, maka kerangka pemikiran dari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar II.1
Kerangka Teoretik

D. Perumusan Hipotesis

1. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi

Ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan perusahaan dalam menentukan kebijakan keputusan pendanaan. Perusahaan besar lebih cenderung terdiversifikasi sehingga mempunyai kemungkinan yang lebih kecil untuk mengalami kebangkrutan (Mohamed, dkk., 2015). Sesuai dengan penelitian sebelumnya (Shahida, dkk. 2013) perumusan hipotesis adalah sebagai berikut:

H₁: Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk korporasi

2. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan (*growth opportunities*) terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi

Menurut teori *pecking order*, perusahaan yang sedang tumbuh pesat sangat bergantung dengan kemampuan pendanaan internalnya. Apabila dana yang dimiliki tidak mencukupi, maka perusahaan akan menerbitkan utang terlebih dahulu sebelum saham. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi akan memberikan peluang mendapatkan laba yang lebih tinggi pula di masa yang akan datang. Hal ini tentunya akan memberikan efek positif pula pada penerbitan sukuk korporasi perusahaan. Dengan demikian, kesimpulan yang dapat ditarik dalam perumusan hipotesis ini yaitu:

H₂: Pertumbuhan Perusahaan (*growth opportunities*) berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk korporasi

3. Pengaruh Aksesibilitas Pasar Modal Syariah terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi

Emiten yang memiliki kemudahan akses pada pasar modal syariah mempunyai kemungkinan lebih besar dalam penerbitan sukuk (Shahida, dkk., 2013). Aksesibilitas pasar modal menjadi salah satu faktor perusahaan untuk ikut berpartisipasi dalam instrumen pasar modal syariah ini. Sehingga, peneliti dapat menyimpulkan rumusan hipotesis sebagai berikut:

H₃: Aksesibilitas pasar modal syariah berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk korporasi

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

A. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini, antara lain:

- a. Mengetahui pengaruh ukuran perusahaan terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia;
- b. Mengidentifikasi pengaruh pertumbuhan perusahaan (*growth opportunities*) terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia;
- c. Menganalisis pengaruh pengalaman atas penerbitan sukuk (*past sukuk issuance experience*) terhadap pertumbuhan sukuk di Indonesia.

B. Objek dan Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini menggunakan laporan tahunan perusahaan yang menerbitkan sukuk tahun 2012-2016.

C. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif melalui analisis regresi linear berganda. Analisis regresi linier berganda merupakan hubungan secara linear antara dua atau lebih variabel independen (X_1, X_2, \dots, X_n) dengan variabel dependen (Y). Analisis ini berfungsi untuk mengetahui arah hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen dan untuk memprediksi nilai dari variabel dependen apabila nilai variabel independen mengalami kenaikan atau penurunan. Analisis regresi linear berganda memerlukan pengujian secara serempak dengan menggunakan F hitung. Signifikansi ditentukan dengan membandingkan F hitung dengan F tabel atau melihat tingkat signifikansi.

D. Populasi dan Sampel

1. Populasi

Populasi merupakan suatu generalisasi yang terdiri atas objek/subjek yang memiliki kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono,2012). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan penerbit sukuk korporasi di Indonesia. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari pihak ketiga atau pihak penyedia jasa. Dalam penelitian ini, data diperoleh dari situs Bursa Efek Indonesia maupun perusahaan yang bersangkutan.

2. Sampel

Sampel adalah bagian dari jumlah karakteristik yang dimiliki oleh populasi (Sugiyono, 2012). Pengambilan sampel diperlukan apabila jumlah populasi besar sehingga peneliti tidak mungkin mempelajari semua yang ada dalam populasi karena keterbatasan dana, tenaga, dan waktu. Kesimpulan yang dipelajari dalam sampel akan dapat diberlakukan untuk populasi. Maka dari itu, sampel yang diambil dalam suatu popuasi harus representatif. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan tujuan memperoleh sampel dengan karakteristik tertentu. Adapun kriteria sampel dalam penelitian ini, antara lain:

1. Perusahaan menerbitkan sukuk yang masih beredar (*outstanding*) per Mei 2017;
2. Perusahaan menerbitkan sukuk korporasi dalam rentang waktu 2012-2016.

Berdasarkan kriteria diatas, maka sampel yang diambil dari populasi penelitian ini terdiri dari:

- a. PT Adhi Karya (Persero) Tbk. (ADHI)
- b. PT Adira Dinamika Multifinance, Tbk. (ADMF)
- c. PT Aneka Gas Industri, Tbk. (AGII)
- d. PT Bank Maybank Indonesia Tbk. (BNII)
- e. PT Bank Muamalat Indonesia Tbk.
- f. PT Berlian Laju Tanker Tbk. (BLTA)
- g. Bank Pembangunan Daerah Sulawesi Selatan dan Barat
- h. Bank Pembangunan Daerah Sumatera Barat (Nagari)
- i. PT Indosat Tbk. (ISAT)
- j. PT PLN (Persero)
- k. PT Sumberdaya Sewatama
- l. PT Summarecon Agung Tbk. (SMRA)
- m. PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk. (AISA)
- n. PT XL Axiata Tbk. (EXCL)

E. Operasionalisasi Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel dependen (variabel terikat) dan variabel independen (variabel bebas). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah penerbitan sukuk. Sedangkan, variabel independen yang digunakan adalah ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan (*growth opportunities*), serta aksesibilitas pasar modal syariah.

1. Penerbitan Sukuk Korporasi

a. Definisi Konseptual

Sukuk merupakan surat berharga yang didasari pada aset yang dimiliki perusahaan. Sukuk dapat dijadikan sebagai salah satu alternatif perusahaan dalam merancang struktur modal. Sukuk merupakan bagian dari struktur modal. Struktur modal merupakan gabungan antara modal dengan utang perusahaan. Pendanaan ini dapat diperoleh dari sumber internal dan eksternal. *Internal equity* terdiri dari laba ditahan dan *paid in capital*. Sedangkan, *external equity* diperoleh melalui penjualan saham kepada investor. Sedangkan, pinjaman bank serta penerbitan obligasi termasuk dalam kategori utang (*debt*). Sukuk korporasi adalah salah satu instrumen yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah sesuai ketentuan Bapepam & LK Np. IX.A.13 tentang Efek Syariah.

b. Definisi Operasional

Berdasarkan penelitian sebelumnya (Mohamed, dkk. 2015), pengukuran penerbitan sukuk dilakukan melalui *Long Term Debt to Total Assets Ratio* dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Long term debt to total asset ratio} = \frac{\text{long term debt}}{\text{total assets}}$$

2. Ukuran Perusahaan

a. Definisi Konseptual

Menurut teori *trade off*, perusahaan besar kurang memperhatikan biaya kebangkrutan karena biaya tersebut sudah diatur dan hanya memiliki proporsi yang kecil dalam nilai perusahaan.

b. Definisi Operasional

Mengikuti penelitian sebelumnya (Shahida,dkk.,2013., Mohamed,dkk., 2015., Halim, How, dan Peter, 2016., Nagano, 2016). Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural dari total aset. Penggunaan logaritma natural bertujuan untuk meminimalisir data ekstrem atas jumlah aset perusahaan yang berbeda satu sama lain atau bahkan memiliki selisih yang cukup besar. Hal ini juga berfungsi agar data terdistribusi dengan normal. Disamping itu, transformasi ke dalam logaritma natural dapat menyederhanakan nilai jumlah aset yang dapat mencapai miliar maupun triliun tanpa mengubah proporsi dari nilai yang sebenarnya.

$$Size = L_n total\ assets$$

3. Pertumbuhan Perusahaan (*growth opportunities*)

a. Definisi Konseptual

Growth opportunities adalah peluang pertumbuhan suatu perusahaan di masa depan (Mai, 2006). Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi lebih banyak membutuhkan dana di masa depan, terutama dana eksternal untuk memenuhi kebutuhan investasinya atau untuk memenuhi kebutuhan untuk membiayai pertumbuhannya (Indrajaya, Herlina dan Setiadi, 2011). Tingkat pertumbuhan secara sederhana merupakan perbandingan antara dua nilai dalam waktu tertentu, yang ditunjukkan dalam bentuk persentase dari nilai awal.

b. Definisi Operasional

Growth opportunities yang tinggi memberikan peluang perusahaan untuk mendapatkan laba yang lebih tinggi pula di masa yang akan datang. Hal ini tentunya akan memberikan efek positif pula pada nilai perusahaan. Dengan demikian *growth opportunities* akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Pengukuran *growth opportunities* dapat dilihat melalui tingkat penjualan tahunan perusahaan (Mohamed,dkk., 2015).

Pertumbuhan Perusahaan = tingkat pertumbuhan penjualan per tahun

4. Aksesibilitas Pasar Modal Syariah

a. Definisi Konseptual

Perusahaan melakukan penerbitan sukuk karena kemudahan akses ke pasar modal syariah serta telah berpengalaman dengan pendanaan melalui sukuk.

b. Definisi Operasional

Perumusan dalam mengukur aksesibilitas pasar modal adalah sebagai berikut (Sahida,dkk., 2013 dan Nagano, 2016):

$$\text{Sharia market accessibility} = \frac{\text{Accumulated sukuk issued by previous year}}{\text{Book value of liability}}$$

F. Teknik Analisis Data

1. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif berkaitan dengan penerapan metode statistik untuk mengumpulkan, mengolah, menyajikan, dan menganalisis data kuantitatif secara deskriptif. Tujuan dari pengujian ini yaitu untuk memberikan gambaran suatu data

yang dilihat dari rata-rata, standar deviasi, varians, maksimum, minimum, kurtosis dan *skewness* atau kemencengan distribusi (Ghozali, 2001).

2. Uji Pemilihan Model Regresi

Penelitian ini menggunakan panel data, yang merupakan gabungan antara data *time series* yang dimulai dari tahun 2012 sampai 2016 serta *cross section* yang terdiri dari perusahaan dari berbagai sektor dengan kriteria tertentu.

3. Uji Asumsi Klasik

a. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat, variabel bebas, atau keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak (Ghozali, 2001). Salah satu metode yang banyak digunakan untuk menguji normalitas adalah dengan uji kolmogorov-smirnov. Data dinyatakan normal apabila nilai signifikansi diatas 5% (0,05).

b. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas digunakan untuk mengetahui ada tidaknya korelasi antar variabel independen dengan menyelidiki besarnya interkolerasi antar variabel independen tersebut (Ghozali, 2001). Model regresi yang baik ditunjukkan dengan tidak adanya gejala multikolinieritas antar variabel independennya. Uji multikolinieritas dapat dilihat dari besarnya nilai *Tolerance* dan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Jika nilai *Tolerance* $\geq 0,10$ atau sama

dengan nilai $VIF \leq 10$, maka model yang diajukan bebas dari gejala multikolinieritas.

c. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Ghozali, 2001). Model regresi yang baik adalah homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas, dimana titik-titik dalam *scatterplot* menyebar dan tidak membentuk pola tertentu. Jika titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur, maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Akan tetapi, jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka nol (0) pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2001). Heteroskedastisitas dapat diuji melalui metode glejser. Hal ini dilakukan dengan meregresikan semua variabel bebas terhadap nilai mutlak residualnya. Model penelitian tidak mengandung gejala heteroskedastisitas apabila tingkat signifikansi lebih besar dari 0,05 (Suliyanto, 2011).

d. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan periode sebelumnya (t-1) (Ghozali, 2001). Masalah autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Kondisi

ini sering ditemukan pada data runtut waktu (*time series*) karena adanya “gangguan” pada individu atau kelompok cenderung mempengaruhi “gangguan” pada individu atau kelompok yang sama pada periode berikutnya. Uji Durbin-Watson digunakan untuk menguji ada atau tidaknya autokorelasi.

Tabel III.1

Durbin Watson d test: Pengambilan Keputusan

Hipotesis Nol	Keputusan	Jika
Tidak ada autokorelasi positif	<i>No decision</i>	$dL \leq d \leq du$
Tidak ada autokorelasi negatif	Tolak	$dL \leq d \leq du$
Tidak ada autokorelasi negatif	<i>No decision</i>	$4 - du \leq d \leq 4 - dL$
Tidak ada autokorelasi positif atau negatif	Tidak ditolak	$dU < d < 4 - du$

1. Jika nilai DW terletak diantara batas atas atau *upper bound* (du) dan ($4-du$), maka koefisien autokorelasi sama dengan nol berarti tidak ada autokorelasi positif.
2. Apabila nilai DW lebih rendah daripada batas bawah atau *lower bound* (dl), maka koefisien autokorelasi lebih besar dari nol berarti ada autokorelasi positif.
3. Jika nilai DW lebih besar daripada batas bawah atau lower bound ($4-dl$), maka koefisien autokorelasi lebih kecil dari nol berarti ada autokorelasi negatif.
4. Apabila 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.

4. Analisis Regresi Linier Berganda

$$\text{SUKUK}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{FIRM_SIZE}_{i,t} + \beta_2 \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_3 \text{ISLAM_P}_{i,t} + e_{i,t}$$

Keterangan:

SUKUK = total utang sekuritas/total penerbitan sukuk

α = konstanta

β_1 - β_3 = koefisien regresi

FIRM_SIZE = ukuran perusahaan (*firm size*)

GROWTH = pertumbuhan perusahaan (*growth opportunities*)

ISLAM_P = aksesibilitas pasar modal syariah

ε = *error term*

5. Uji Goodness of Fit Model

1. Koefisien Determinasi

Uji koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi antara 0 dan 1. Apabila nilai koefisien determinasi mendekati satu, maka variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan dalam memprediksi variabel dependen. Kelemahan pada koefisien determinasi yaitu adanya bias terhadap jumlah variabel bebas yang dimasukkan dalam model regresi (Suliyanto, 2011). Dengan kata lain, setiap penambahan satu variabel bebas dan pengamatan dalam model akan meningkatkan nilai R^2 meskipun variabel yang dimasukkan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap terikat. Maka dari itu,

digunakan koefisien determinasi yang telah disesuaikan (*adjusted R-square*) yang nilainya dapat naik atau turun akibat adanya penambahan variabel baru dalam model. Tujuan dari model pengujian ini adalah untuk mengetahui seberapa besar kombinasi variabel independen yaitu ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan (*growth opportunities*), dan aksesibilitas pasar modal syariah mampu menjelaskan variabel dependen yaitu penerbitan sukuk.

2. Uji F

Uji F menunjukkan semua variabel independen yang ada dalam model regresi mempunyai pengaruh secara simultan terhadap variabel dependen. Apabila nilai signifikansi $< 0,05$ maka hipotesis diterima dan dapat dilanjutkan ke uji t. Perumusan dari uji f yaitu:

$$F = \frac{R^2(k-1)}{(1-R^2)(n-k)}$$

Keterangan: F = Nilai F hitung

R^2 = Koefisien determinasi

k = Jumlah variabel

n = Jumlah pengamatan (ukuran sampel)

3. Uji t

Uji statistik t digunakan untuk mengetahui pengaruh antara masing-masing variabel independen untuk menjelaskan variabel - variabel dependen dengan tingkat signifikansi 5% atau 0,05. Uji ini membandingkan t hitung dengan t tabel. Apabila nilai probabilitas $\leq 0,05$ maka koefisien regresi signifikan dan hipotesis

diterima. Sedangkan apabila nilai probabilitas lebih dari $> 0,05$ maka koefisien regresi tidak signifikan dan hipotesis ditolak.

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

E. Deskripsi Data

a. Hasil Pemilihan Sampel

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, serta aksesibilitas pasar modal syariah terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia. Data sekunder yang digunakan berupa laporan keuangan dan tahunan perusahaan yang diperoleh dari situs Bursa Efek Indonesia ataupun perusahaan terkait. Populasi dalam penelitian ini terdiri dari seluruh perusahaan penerbit sukuk korporasi di Indonesia.

Sampel dipilih menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan menerbitkan sukuk yang masih *outstanding* per Mei 2017;
2. Perusahaan tersebut menyampaikan laporan keuangan dan tahunan sejak tahun 2011 sampai 2016.

Setelah dilakukan *purposive sampling* sesuai dengan persyaratan diatas, total observasi berjumlah 70 (14 sampel x 5 tahun). Namun, peneliti menemukan adanya data *outlier* dalam penelitian, yakni data yang mengganggu dan mempunyai nilai ekstrim sehingga menyebabkan distribusi data menjadi tidak normal dan akhirnya dapat mengakibatkan penelitian terganggu. Dengan adanya masalah tersebut, maka peneliti menghapus data *outlier* dengan menghilangkan total 30 perusahaan sehingga total akhir observasi pada penelitian ini adalah berjumlah 40 sampel dengan rincian sebagai berikut:

Tabel IV.1
Jumlah Populasi dan Sampel Penelitian

No.	Kriteria	Jumlah
1.	Perusahaan menerbitkan sukuk yang masih beredar pada bulan Mei 2017	16
2	Perusahaan menyampaikan laporan tahunan sejak tahun 2011 sampai 2016.	14
Jumlah perusahaan yang dapat dijadikan sampel penelitian		14
Total observasi (14 x 5 tahun)		70
3	Data ekstrem	(30)
4	Total observasi setelah dikurangi data ekstrim	40

2. Analisis Statistik Deskriptif

Analisis ini bertujuan untuk memberikan gambaran umum mengenai objek penelitian yang digunakan. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari satu variabel dependen dan tiga variabel independen. Variabel dependen yang diteliti adalah penerbitan sukuk yang diukur menggunakan rasio utang jangka panjang terhadap total aset. Sedangkan, variabel independennya terdiri dari ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, dan aksesibilitas pasar modal syariah.

Tabel IV. 2
Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Sukuk	40	,00616	,53723	,2379858	,16895582
Firm_Size	40	28,98365	31,78412	30,5783210	,74305536
Growth	40	-,11695	,56756	,1289153	,15031693
Islam_P	40	,00475	1,98510	,3256450	,53279139
Valid N (listwise)	40				

Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017

Berdasarkan tabel IV.2, penerbitan sukuk paling rendah terjadi pada tahun 2016 oleh Bank Pembangunan Daerah Sulawesi Selatan dan Sulawesi Barat (BPD Sulselbar) dengan rasio 0,00616. Sedangkan, pada tahun 2014 XL Axiata menerbitkan sukuk dengan rasio tertinggi selama periode penelitian sebesar 0,53723. Nilai rata-rata penerbitan sukuk dalam kurun waktu lima tahun berjumlah 0,238 dengan standar deviasi 0,169. PT Tiga Pilar Sejahtera mempunyai ukuran perusahaan paling minimum diantara perusahaan sampel sebesar 28,98365 pada tahun 2012. Berbeda dengan PT XL Axiata yang menghasilkan ln total aset terbesar pada tahun 2014 sebesar 31,78412. Rata-rata ukuran perusahaan yang menjadi sampel penelitian berjumlah 30,58 dengan standar deviasi 0,74. PT Adhi Karya mengalami kemerosotan pertumbuhan perusahaan sebesar 12 % atau -0,11695. Di sisi lain, PT Tiga Pilar Sejahtera mengalami pertumbuhan paling pesat sebesar 57% atau 0,56756. Rata-rata pertumbuhan perusahaan sejak tahun 2012 sampai 2015 sejumlah 0,13 dengan standar deviasi 0,15. PT Indosat memiliki nilai aksesibilitas pasar modal syariah terkecil pada tahun 2015 yaitu sebesar 0,00475. Sedangkan, PT XL Axiata mempunyai nilai aksesibilitas pasar modal syariah tertinggi pada tahun 2013 yang mencapai 1,9851. Rata-rata aksesibilitas pasar modal syariah adalah 0,33 dengan standar deviasi 0,53.

F. Pengujian Hipotesis

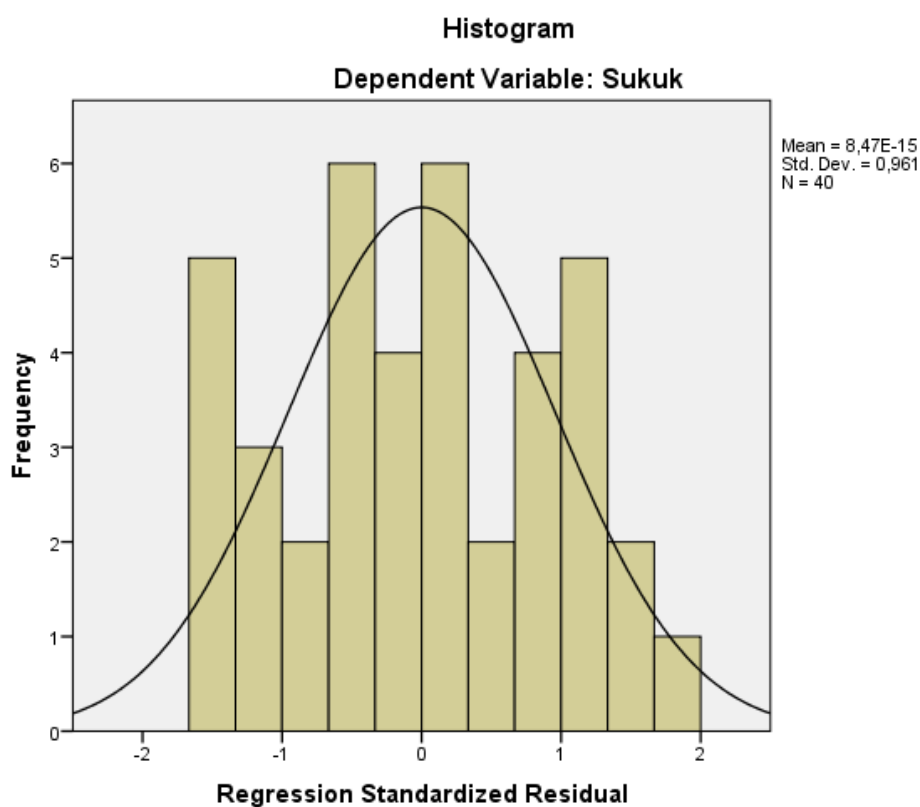
a. Uji Asumsi Klasik

Dalam analisis regresi linear berganda, uji asumsi klasik dilakukan terlebih dahulu sebelum pengujian hipotesis. Hal ini bertujuan untuk memastikan

bahwa model yang akan digunakan telah memenuhi syarat asumsi klasik. Uji asumsi klasik pada penelitian ini terdiri dari uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi, dan uji heterokedastisitas.

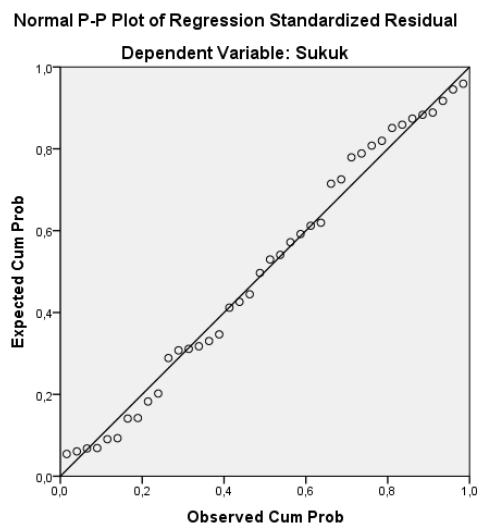
a. Uji Normalitas

Uji ini bertujuan untuk melihat normal atau tidaknya distribusi data penelitian. Penelitian ini menggunakan analisis grafik histogram dan *Normal Probability Plot*, serta uji Kolmogorov Smirnov.



Gambar IV.1
Grafik Histogram Normalitas
Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017

Grafik histogram pada gambar IV.1 menunjukkan grafik histogram sebagai salah satu cara dalam uji normalitas. Kurva yang berbentuk seperti lonceng menjadi indikasi bahwa data terdistribusi dengan normal.



Gambar IV.2
Grafik Normal Probability Plot
 Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017

Gambar IV.II yang memperlihatkan grafik *Normal Probability Plot* (P-Plot). Titik-titik di sekitar garis diagonal serta penyebarannya yang mengikuti dan merapat ke garis diagonal menandakan bahwa data terdistribusi dengan normal.

Tabel IV.3
Hasil Uji Normalitas
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		40
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,12136080
Most Extreme Differences	Absolute	,088
	Positive	,067
	Negative	-,088
Test Statistic		,088
Asymp. Sig. (2-tailed)		,200 ^{c,d}

- a. Test distribution is Normal.
 b. Calculated from data.
 c. Lilliefors Significance Correction.
 d. This is a lower bound of the true significance.
- Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017

Disamping itu, berdasarkan tabel IV.3, hasil uji Kolmogorov Smirnov menunjukkan bahwa nilai signifikansi lebih besar dari 5% (0,05). Hal ini terlihat pada hasil *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,200 ($>0,05$). Maka dari itu, dapat disimpulkan bahwa data telah berdistribusi dengan normal.

b. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi yang tinggi antar variabel. Ada atau tidaknya multikolinieritas pada data penelitian dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *Variance Inflation Factor* (VIF).

Tabel IV.4
Hasil Uji Multikolinieritas

Coefficient Correlations^a

Model		Islam_P	Firm_Size	Growth	
1	Correlations	Islam_P	1,000	-,039	-,384
		Firm_Size	-,039	1,000	,528
		Growth	-,384	,528	1,000
	Covariances	Islam_P	,002	-5,422E-5	-,003
		Firm_Size	-5,422E-5	,001	,003
		Growth	-,003	,003	,031

a. Dependent Variable: Sukuk

Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017

Tabel IV.4 menunjukkan korelasi antar variabel. Nilai antar variabel yang lebih rendah dari 0,90 menunjukkan bahwa data penelitian bebas dari gejala multikolinieritas (Suliyanto, 2011).

Tabel IV.5
Nilai Tolerance dan VIF

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	Firm_Size	,690	1,450
	Growth	,589	1,698
	Islam_P	,815	1,227

a. Dependent Variable: Sukuk

Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017

Hasil perhitungan *tolerance* pada tabel IV.5 juga memperlihatkan bahwa tidak ada variabel independen yang memiliki nilai *tolerance* kurang dari 10% (0.10). Begitu juga dengan hasil VIF yang nilainya tidak ada yang nilainya lebih dari 10 sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa pada model regresi tidak terdapat adanya multikolinieritas di antara variabel independennya.

c. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi menguji apakah dalam suatu model regresi linear terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada suatu periode dengan kesalahan pada periode sebelumnya. Uji autokorelasi pada penelitian ini dilakukan dengan uji Durbin-Watson (*DW Test*).

Tabel IV.6
Hasil Uji Autokorelasi

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,696 ^a	,484	,441	,12631633	1,728

a. Predictors: (Constant), Islam_P, Firm_Size, Growth

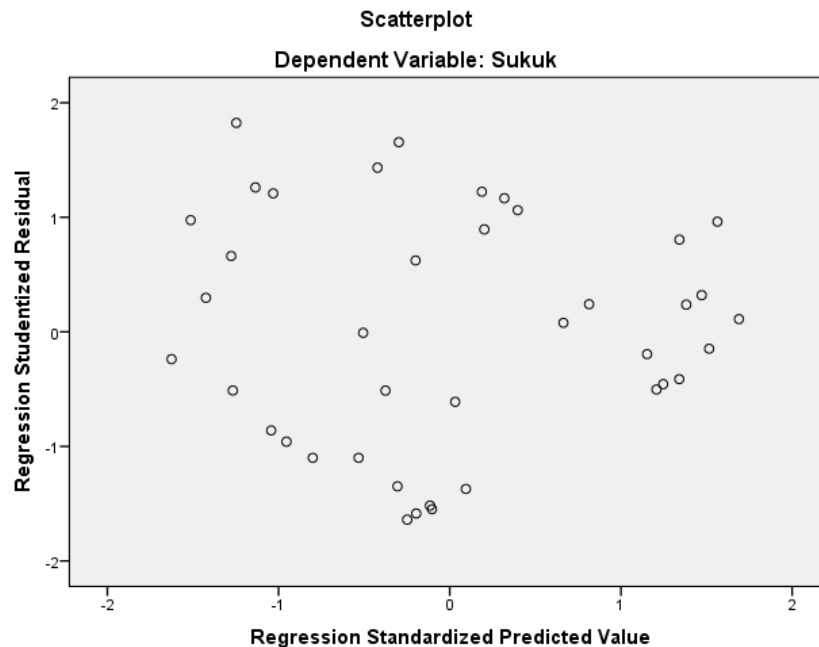
b. Dependent Variable: Sukuk

Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017

Hasil uji Durbin Watson menunjukkan angka sebesar 1,709. Dengan jumlah obeservasi (N) sebanyak 40 dan jumlah variabel bebas (k) 3, maka pada tabel Durbin Watson dengan tingkat signifikansi 5% nilai $dL=1,34$ dan $dU=1,66$. Sehingga, dengan ketentuan $dU < d < 4 - dU$ hasil uji berada pada $1,34 < 1,709 < 2,34$. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada korelasi positif atau negatif dalam penelitian ini.

d. Uji Heteroskedastisitas

Uji heterokedastisitas menguji apakah dalam suatu model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu observasi ke observasi lain. Uji heterokedastisitas pada penelitian ini dilakukan menggunakan uji glejser serta melihat pola yang ada pada grafik *scatterplot*.



Gambar IV.3
Grafik *Scatterplot* Heterokedastisitas
Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017

Tabel IV.7

Hasil Uji Heterokedastisitas

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	T	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients Beta		
1	(Constant)	-13,596	8,387		-1,621	,114
	Firm_Size	,517	,271	,350	1,908	,064
	Growth	1,421	1,450	,195	,980	,334
	Islam_P	,553	,348	,269	1,591	,120

a. Dependent Variable: RES_2

Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017

Dari grafik *scatterplot* pada gambar IV.3, terdapat titik-titik yang menyebar secara acak dan tersebar baik itu diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini menunjukkan tidak adanya heterokedastisitas pada model regresi. Uji Glejser meregresi nilai absolut residual terhadap variabel independen. Hasil uji Glejser menunjukkan bahwa tidak ada variabel independen yang secara statistik signifikan mempengaruhi variabel dependen nilai absolut residualnya. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansinya yang seluruhnya di atas tingkat kepercayaan 5% (0,05), sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat adanya heterokedastisitas pada model regresi.

2. Uji Kelayakan Model (*Goodness of Fit Model*)

Pengujian kelayakan model regresi diukur menggunakan nilai koefisien determinasi (R^2) serta melalui uji f. Tujuan dari *Goodness of Fit Model* adalah untuk mengukur ketepatan fungsi regresi yang digunakan dalam penelitian.

a. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Uji ini bertujuan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen.

Tabel IV.8
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,696 ^a	,484	,441	,12631633

a. Predictors: (Constant), Islam_P, Firm_Size, Growth

b. Dependent Variable: Sukuk

Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017

Berdasarkan hasil uji R^2 pada tabel IV. 8, terlihat bahwa nilai *Adjusted R Square* adalah 0,441. Dengan kata lain, 44,1% variasi penerbitan sukuk korporasi dapat dijelaskan oleh tiga variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini yaitu ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, dan aksesibilitas pasar modal syariah. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh dari ke-tiga variabel independen tersebut terhadap penerbitan sukuk korporasi adalah sebesar 44,1%. Sedangkan sisanya (100%-44,1%=55,9%) dipengaruhi oleh hal-hal lain di luar model. *Standard Error of the Estimate* adalah sebesar 0,128. Ini sebagai indikasi bahwa model yang terbentuk sudah akurat untuk memprediksi variabel dependen, dikarenakan nilainya kecil dan mendekati nol.

b. Uji F

Uji F bertujuan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh seluruh variabel independen terhadap variabel dependennya. Dalam penelitian ini, uji F mengukur pengaruh ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, serta aksesibilitas pasar mdal syariah terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia.

Tabel IV.9
Hasil Uji Statistik F
ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,539	3	,180	11,258	,000 ^b
	Residual	,574	36	,016		
	Total	1,113	39			

a. Dependent Variable: Sukuk

b. Predictors: (Constant), Islam_P, Firm_Size, Growth

Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017

Dari hasil tabel IV.0 mengenai perhitungan *Analysis of Variance* (ANOVA) didapatkan hasil nilai F hitung sebesar 11,030. Nilai ini jauh lebih besar dari nilai F tabel, yaitu sebesar 2,87. Menginterpretasikan hasil uji F juga bisa dilihat dari tingkat signifikansinya. Dari hasil perhitungan, terlihat bahwa besaran nilai signifikansinya adalah sebesar 0,000, yang lebih kecil daripada 0,05. Hal tersebut menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan H_a diterima. Berdasarkan hasil uji F dapat disimpulkan bahwa variabel independen ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan aksesibilitas pasar modal syariah memiliki pengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi.

3. Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji t. Uji t berguna untuk menunjukkan seberapa besar pengaruh variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen.

Tabel IV.10
Hasil Uji Statistik t
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-5,332	1,014		-5,259	,000
	Firm_Size	,181	,033	,795	5,516	,000
	Growth	,241	,175	,214	1,373	,178
	Islam_P	,033	,042	,104	,784	,438

a. Dependent Variable: Sukuk

Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017

Hasil pada tabel uji statistik t menunjukkan bahwa dari ketiga variabel independen, hanya ukuran perusahaan yang terbukti memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini terlihat dari nilai signifikansi *Firm_Size* yang lebih kecil dibandingkan 0,05 (5%). Berdasarkan tabel uji t juga didapatkan persamaan model regresi pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$\text{Sukuk} = -5,332 + 0,182\text{Firm_Size} + 0,242\text{Growth} + 0,033\text{Islam_P} + e$$

C. Pembahasan

a. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi

Hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi. Berdasarkan hasil uji t pada tabel IV.10 ukuran perusahaan (*Firm_Size*) memiliki t_{hitung} sebesar 5,465 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000. Hal tersebut menunjukkan bahwa t_{hitung} lebih besar dari t_{tabel} ($5,516 > 2,028$) dengan nilai signifikan ($0,000 < 0,05$). Dengan demikian, peneliti dapat menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap penerbitan sukuk

korporasi. Berdasarkan perhitungan tersebut, maka H_1 diterima. Semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin beragam pula struktur pendanaan yang dibutuhkan. Sukuk merupakan salah satu alternatif pendanaan yang tersedia. Hal ini sesuai dengan teori *trade-off* dimana ukuran perusahaan yang besar dengan sumber pendanaan terdiversifikasi dapat meminimalisir risiko kebangkrutan sehingga perusahaan mampu menerbitkan surat berharga. Hasil ini juga sejalan dengan *agency theory* dimana penggunaan aset sebagai jaminan (*collateral*) bertujuan untuk mengurangi biaya keagenan. Maka dari itu, besarnya ukuran perusahaan menjadi salah satu faktor penting yang mempengaruhi keputusan perusahaan dalam menerbitkan sukuk.

Selama rentang waktu penelitian, PT XL Axiata Tbk. memperoleh nilai ukuran perusahaan terbesar selama tiga tahun berturut-turut yaitu 2014, 2015, 2016. Sedangkan pada tahun 2012 dan 2013 PT Indosat Tbk. masih unggul dengan nilai 0,50 dan 0,44. BPD Sumatera Barat dan BPD Sulawesi Selatan dan Barat memiliki nilai ukuran perusahaan terendah pada tahun 2012 hingga 2016. Ukuran perusahaan PT Summarecon Agung Tbk. pada tahun 2015 dan 2016 berturut-turut adalah 30,56 dan 30,67. Kenaikan tersebut diikuti dengan meningkatnya penerbitan sukuk dari tahun 2015 sebesar 0,36 menjadi 0,41 pada tahun 2016. Hasil penelitian ini memperkuat penelitian sebelumnya (Shaída dan Sapiyi, 2013 dan Mohamed, dkk., 2015) yang menunjukkan hubungan positif dan signifikan antara ukuran perusahaan terhadap penerbitan sukuk.

b. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi

Hipotesis kedua yang diajukan dalam penelitian ini menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan (*Growth*) berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk korporasi. Hasil uji t pada tabel IV.10 menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan (*Growth*) memiliki t_{hitung} sebesar 1,378 dengan tingkat signifikansi 0,177. Hal tersebut menggambarkan bahwa t_{hitung} lebih kecil dari t_{tabel} ($1,373 < 2,028$) dengan nilai yang tidak signifikan ($0,178 > 0,05$). Berdasarkan hasil tersebut maka pertumbuhan perusahaan (*Growth*) tidak berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi (Sukuk). Dengan demikian, hasil ini tidak mendukung hipotesis yang dikembangkan sehingga H_2 tidak diterima. Teori *trade-off* menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah cenderung menggunakan sukuk sebagai sumber pendanaan karena keuntungan atas pajak (*non-debt tax shield*) dengan diterbitkannya sukuk dapat mengatasi masalah arus kas bebas. Hal ini juga selaras dengan *agency theory* dimana terdapat risiko *default* yang lebih rendah dengan adanya *underlying asset* pada sukuk sehingga dapat meminimalisir masalah keagenan.

Penerbitan sukuk korporasi juga memberikan nilai tersendiri untuk perusahaan dengan masalah *underinvestment*. Dalam rentang waktu lima tahun, hanya tiga perusahaan sampel yang menunjukkan pertumbuhan positif sejak 2012 hingga 2016 yaitu PT Indosat, PT Tiga Pilar Sejahtera, serta Bank Pembangunan Daerah Sulawesi Selatan dan Sulawesi Barat (BPD Sulselbar). Sedangkan perusahaan lainnya mengalami penurunan antara lain PT Adhi Karya yang tingkat

pertumbuhannya menurun 12% pada tahun 2014, PT Summarecon Agung yang terus mengalami penurunan pada tahun 2015 (2%) dan 2016 (4%), serta BPD Sumatera Barat dengan penurunan 1% pada tahun 2014.

c. Pengaruh Aksesibilitas Pasar Modal Syariah terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi

Hipotesis ketiga yang diajukan dalam penelitian ini menyatakan bahwa aksesibilitas pasar modal syariah berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk korporasi (Sukuk). Berdasarkan hasil uji t pada tabel IV.10, aksesibilitas pasar modal syariah memiliki t_{hitung} sebesar 0,875 dengan tingkat signifikan sebesar 0,438. Hal tersebut mengindikasikan bahwa t_{hitung} lebih kecil dari t_{tabel} ($0,784 < 2,028$) dengan nilai yang tidak signifikan ($0,438 > 0,05$). Maka dari itu, dapat disimpulkan bahwa aksesibilitas pasar modal syariah tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan sukuk korporasi. Dengan demikian, hasil ini tidak mendukung hipotesis yang dikembangkan sehingga H_3 ditolak. Menurut teori *trade-off*, perusahaan harus menemukan keseimbangan atas ekuitas dengan utang. Dengan kata lain, walaupun akses perusahaan atas pasar modal syariah sudah terbuka lebar, perusahaan tetap berusaha untuk menyusun keseimbangan sumber pendanaan antara utang dan ekuitas. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nagano (2016) yang berpendapat bahwa kesuksesan atas penerbitan sukuk dipengaruhi oleh respon investor. Peramalan (*forecast*) atas kinerja sukuk juga penting dalam menambah daya tarik investor.

Berdasarkan data penelitian mulai tahun 2012 hingga 2016, aksesibilitas pasar modal syariah berkembang pesat pada tahun 2013. Perusahaan mulai mempertimbangkan sukuk sebagai salah satu alternatif pendanaan. Nilai penerbitan sukuk pada seluruh sampel penelitian mencapai jumlah tertinggi pada periode ini, beberapa diantaranya yaitu PT Adhi Karya (Persero) Tbk. dengan nilai 1,07, PT Adira Dinamika Multifinance sebesar 1,04, serta PT Indosat Tbk. senilai 1,03. Namun, hal ini tidak bertahan lama. Pada tahun 2014, nilai penerbitan sukuk PT Indosat Tbk menurun 12% dari tahun sebelumnya.

Instrumen sukuk di pasar modal masih minim sebab perusahaan asuransi maupun perbankan mendominasi kepemilikan sukuk hingga jatuh tempo (*hold to maturity*). Hal tersebut merupakan salah satu alasan hipotesis ini ditolak. Apabila pasar modal syariah semakin berkembang dan masalah likuiditas di pasar sekunder dapat diatasi, maka jumlah perusahaan yang mempunyai akses terhadap instrumen ini semakin meningkat sehingga dapat mengurangi biaya informasi antara investor dengan perusahaan.

BAB V

KESIMPULAN, IMPLIKASI, DAN SARAN

G. Kesimpulan

Penelitian ini menguji pengaruh ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, serta aksesibilitas pasar modal syariah terhadap penerbitan sukuk korporasi dengan menggunakan metode regresi liner berganda. Objek penelitian terdiri dari perusahaan yang menerbitkan sukuk korporasi yang masih beredar (*outstanding*) per Mei 2017. Sampel pada penelitian ini berjumlah delapan perusahaan, dengan total observasi sebanyak 40 selama rentang waktu 2012-2016. Berdasarkan hasil pengujian dan analisis yang sudah dilakukan, ditemukan hasil penelitian sebagai berikut:

1. Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap penerbitan sukuk korporasi;
2. Pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi;
3. Aksesibilitas pasar modal syariah tidak berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi.

Hasil penelitian yang menjelaskan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap penerbitan sukuk korporasi membuktikan bahwa besar kecilnya perusahaan menjadi salah satu faktor utama yang menentukan penerbitan sukuk korporasi. Perusahaan berukuran besar membutuhkan struktur pendanaan yang terdiversifikasi untuk meminimalisir risiko. Sukuk merupakan salah satu instrumen yang dipertimbangkan karena perusahaan dapat memperoleh manfaat

penghematan pajak (*non-debt tax shield*) yang akan diperoleh apabila perusahaan tersebut menerbitkan sukuk. *Growth opportunities* tidak berpengaruh terhadap penerbitan sukuk sebab instrumen sukuk juga diminati oleh perusahaan dengan pertumbuhan yang rendah. Aksesibilitas pasar modal syariah tidak berpengaruh terhadap penerbitan sukuk dikarenakan kurang likuidnya instrumen sukuk di pasar sekunder.

H. Implikasi

Berdasarkan hasil penelitian tersebut, dari tiga variabel independen yang diuji pengaruhnya terhadap penerbitan sukuk, hanya ukuran perusahaan yang mempunyai pengaruh positif dan signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan nilai ukuran perusahaan yang besar membutuhkan diversifikasi sumber pendanaan dan menggunakan sukuk sebagai salah satu alternatif pendanaan. Pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap penerbitan sukuk sebab perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah turut memilih sukuk agar memperoleh manfaat pajak (*non-debt tax shield*) sehingga meminimalisir masalah arus kas bebas. Aksesibilitas pasar modal syariah juga tidak berpengaruh terhadap penerbitan sukuk mengingat rendahnya likuiditas sukuk di pasar sekunder dikarenakan perusahaan perbankan, pensiun, dan asuransi mendominasi kepemilikan sukuk hingga jatuh tempo.

Penelitian ini tetap masih belum terbebas dari adanya keterbatasan. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini sangat terbatas. Salah satu diantaranya adalah aksesibilitas pasar modal yang membutuhkan informasi jumlah

penerbitan sukuk di masa lalu. Penelitian ini hanya menggunakan nilai penerbitan sukuk satu tahun sebelumnya. Untuk penelitian selanjutnya, menggabungkan nilai penerbitan sukuk di masa lalu secara keseluruhan diharapkan dapat mengisi keterbatasan dalam penelitian ini.

Dalam aspek teoritis, penelitian ini condong kepada teori *trade-off* dimana dalam memilih sumber pendanaan, perusahaan berusaha untuk menemukan titik keseimbangan (*equilibrium*) antara utang dan modal serta mempertimbangkan manfaat (*benefit*) dan biaya (*cost*) dari kedua sumber pembiayaan tersebut. Perusahaan dengan nilai ukuran perusahaan yang besar mempunyai risiko kebangkrutan yang kecil dan membutuhkan keberagaman sumber pendanaan serta meningkatkan daya saing. Sukuk dapat mejadi salah satu alternatif dalam mencapai diversifikasi sumber pendanaan. Di sisi lain, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah juga mempertimbangkan kepemilikan sukuk agar mendapat keuntungan pajak dalam mengatasi masalah arus kas bebas, penelitian ini menambah literatur terkait penerbitan sukuk yang cukup terbatas.

Dilihat dari aspek praktis, tidak berpengaruh aksesibilitas pasar modal terhadap penerbitan sukuk korporasi merupakan indikasi bahwa likuiditas sukuk dalam pasar sekunder perlu dibenahi. Selain emiten yang merasakan kemudahan akses pada pasar modal syariah, investorpun juga harus mendapat hal yang sama. Dengan kata lain, kepemilikan sukuk sebaiknya lebih beragam dan meluas, bukan hanya didominasi oleh institusi dalam sektor tertentu. Disisi lain, sedikitnya jumlah perusahaan penerbit sukuk yang masih beredar hingga Mei 2017 menunjukkan bahwa instrumen sukuk belum menjadi pertimbangan utama perusahaan dalam

memilih sumber pendanaan. Maka dari itu, regulasi penerbitan sukuk harus diperbaiki agar perusahaan merasakan keunggulan dalam menerbitkan sukuk sehingga terdapat penerbitan sukuk secara berkelanjutan dan timbul daya tarik bagi perusahaan lainnya. Hal ini akan meningkatkan jumlah dan volume penerbitan sukuk di masa depan. Peningkatan kesadaran (*awareness*) atas adanya sukuk baik bagi perusahaan maupun investor juga sangat dibutuhkan agar instrumen ini semakin berkembang dan lebih banyak diterbitkan.

Badan ataupun entitas yang terkait dalam penerbitan sukuk sangat penting agar kinerja terus meningkat. Entitas legal yang mengurus sukuk gagal bayar (*default*) juga sangat diperlukan. Disamping itu, penetapan undang-undang terkait sukuk korporasi juga sangat dibutuhkan agar instrumen ini semakin diminati dan perusahaan dapat menerbitkan dan mengelola sukuk sesuai dengan koridor syariah dengan penuh tanggung jawab.

I. Saran

Berdasarkan implikasi dan keterbatasan penelitian yang sudah dipaparkan, saran untuk penelitian selanjutnya, antara lain:

1. penelitian berikutnya dapat menguji variabel lain yang berkaitan dengan penerbitan sukuk seperti *non-debt tax shield* dan *market-to-book ratio*.
2. metode penelitian selanjutnya dapat menggunakan *partial adjustment model* Mohamed, dkk. (2015) ataupun *multinomial probit model* (Nagano, 2016).

3. Objek penelitian selanjutnya dapat mengolompokkan sukuk dengan jenisnya masing-masing, seperti sukuk ijarah dan mudharabah. Hal ini bertujuan agar mendapatkan hasil yang lebih komprehensif dan akurat.

DAFTAR PUSTAKA

- Ali Irfan. 2002. *Pelaporan Keuangan dan Asimetri Informasi dalam Hubungan Agensi. Lintasan Ekonomi*. Volume XIX. No.2.
- Aloui, C., Hammoudeh, S. and Ben Hamida, H. 2015. *Global factors driving structural changes in the co-movement between sharia stocks and sukuk in the Gulf Cooperation Council countries*. *The North American Journal of Economics and Finance*, 31, hlm.311-329.
- Al-Amine, M.A.B.M. 2008. *Sukuk market: Innovations and challenges*. *Islamic Capital Markets*, 33.
- Ayub, M. 2005. *Securitization, sukuk and fund management potential to be realized by Islamic Financial Institutions*. *Sixth International Conference on Islamic Economics, Banking and Finance*.
- Ahmad, Wahida. 2016. *Sukuk and Conventional Bond Issuance*. *Regional Conference on Science, Technology and Social Sciences (RCSTSS)* (hlm. 301-307). Springer Singapore.
- Azmat, S., Skully, M. and Brown, K. 2014. *Issuer's choice of Islamic bond type*. *Pacific-Basin Finance Journal*, 28, hlm.122-135.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A. and Maksimovic, V., 2001. *Capital structures in developing countries*. *The Journal of Finance*, 56(1), hlm.87-130.
- Chen, J.J., 2004. *Determinants of capital structure of Chinese-listed companies*. *Journal of Business research*, 57(12), hlm.1341-1351.
- Copeland, T.E. dan J.F. Weston. *Manajemen Keuangan*. Edisi Sembilan. Jakarta: Bina Rupa Aksara.
- Deesomsak, R. and Paudyal, K. and Pescetto, G. 2004. *The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region*. *Journal of multinational financial management*. 14 (4-5). hlm. 387-405.
- Dusuki, A.W. 2010. *Do equity-based Sukuk structures in Islamic capital markets manifest the objectives of Shariah?*. *Journal of Financial Services Marketing*, 15(3), hlm.203-214.
- Ghozali, Imam. 2001. *Applied Analisis Multivariat dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Godlewski, C.J., Turk-Ariss, R. and Weill, L. 2013. *Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective*. *Journal of Comparative Economics*, 41(3), hlm.745-761.
- Halim, Z.A., How, J. and Verhoeven, P. 2016. Agency costs and corporate sukuk issuance. *Pacific-Basin Finance Journal*.
- Handayani, R.S. and Rachadi, A.D. 2009. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap manajemen laba. *Jurnal bisnis dan akuntansi*, 11(1), hlm33-56.
- Husnan, S. 2000. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Yogyakarta:BPFE.
- Indrajaya, G. 2011. Herlina, dan R. Setiadi. 2011. Pengaruh struktur aktiva, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, dan risiko bisnis terhadap struktur modal: Studi empiris pada perusahaan sektor pertambangan yang listing di bursa efek Indonesia periode 2004-2007. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 6(2).
- Januarti, I. 2009. *Analisis pengaruh faktor perusahaan, kualitas auditor, kepemilikan perusahaan terhadap penerimaan opini audit going concern (perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia)*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Jensen, Michael C. dan W.H. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 hlm. 305-360.
- Klein, Paul-Olivier, and Laurent Weill. 2016. Why do companies issue sukuk?." *Review of Financial Economics* 31 hlm. 26-33.
- Maurer, B., 2010. Form versus substance: AAOIFI projects and Islamic fundamentals in the case of sukuk. *Journal of Islamic Accounting and Business Research* hlm. 32-41.
- Mokhtar, S., Rahman, S., Kamal, H. and Thomas, A., 2009. Sukuk and the capital markets. *Sukuk*, 19.
- McMillen, M.J., 2007. *Contractual Enforceability Issues: Sukuk and Capital Markets Development*.
- Mai, M.U., 2006. Analisis Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Jakarta. *Ekonomika. Politeknik Negeri Bandung*.

- Mohamed, H.H., Masih, M. and Bacha, O.I., 2015. Why do issuers issue Sukuk or conventional bond? Evidence from Malaysian listed firms using partial adjustment models. *Pacific-Basin Finance Journal*, 34, hlm.233-252.
- Mustapha, M., Ismail, H. and Minai, B., 2011. Determinants of debt structure: Empirical evidence from Malaysia. *Proceedings of the 2nd International Conference on Business and Economic Research*, hlm. 2523-2540.
- Myers, S.C., dan N.S. Maljuf. 1984. Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information, Investor Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13 hlm. 187-221.
- Nagano, M., 2016. Sukuk issuance and information asymmetry: Why do firms issue sukuk?. *Pacific-Basin Finance Journal*.
- Nagano, M., 2016. Who issues Sukuk and when?: An analysis of the determinants of Islamic bond issuance. *Review of Financial Economics*, 31, hlm.45-55.
- Nurhayati, S., 2011. *Akuntansi Syariah di Indonesia*. Jakarta: Penerbit Salemba.
- Olivia, Lona. 2016. BEI Raih Penghargaan Tertinggi Efek Syariah. Berita Satu.
- Pangulu, A.L. and Maski, G., 2014. *Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2013)*.
- Rajan, R.G. and Zingales, L., 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, 50(5), hlm. 1421-1460.
- Riyanto, B., 1995. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan-4/E*.
- Ross, S.A., Westerfield, R. and Jordan, B.D., 2008. *Fundamentals of corporate finance*. Tata McGraw-Hill Education.
- Sartono, A. 2001. *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*. Edisi Keempat. Yogyakarta: BPF.
- Shahida, S. and Saharah, S., 2013. Why do firms issue sukuk over bonds? Malaysian evidence. In *Proceeding of the 15th Malaysian Finance Association Conference*, hlm. 2-4.
- Siregar, S.V. and Utama, S., 2008. Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia. *The international journal of accounting*, 43(1), hlm.1-27.

Sudarmadji, L. M. dan Lana Sularto. 2007. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Leverage, dan Tipe Kepemilikan Perusahaan Terhadap Luas Voluntary Disclosure Laporan Keuangan Tahunan. Auditorium Kampus Gunadarma: *Proceeding PESAT (Psikologi, Ekonomi, Sastra, Arsitek, Sipil)*, Vol II.

Sugiyono. 2012. *Statistika untuk penelitian*. Bandung: Alfabeta.

Suliyanto. 2011. *Ekonometrika Terapan: Teori dan Aplikasi dengan SPSS*. Yogyakarta: Andi.

Sutedi, A., 2011. *Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Sinar Grafika.

Solé, J. 2008. Prospects and challenges for developing corporate sukuk and bond markets© International Monetary Fund. Lessons from a Kuwait case study. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 1(1), hlm.20-30.

Titman, S. and Wessels, R. 1988. The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), hlm.1-19.

Usmani, M. T. 2008. *Sukuk and Their Contemporary Application*.

Watts, R. dan J. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs.

Wibowoputra, A.S. 2012. *Pengaruh Leverage dan Growth Opportunities terhadap Kebijakan Deviden Perusahaan Manufaktur yang Go Public di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011*.

Wilson, R., 2008. Innovation in the structuring of Islamic sukuk securities. *Humanomics*, 24(3), hlm.170-181.

Wilson, R., 2004. Overview of the sukuk market. *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*, Euromoney Books, London, hlm.6-7.

Zin, M.Z.M., Sakat, A.A., Ahmad, N.A., Nor, M.R.M., Bhari, A., Ishak, S. and Jamain, M.S., 2011. The effectiveness of Sukuk in Islamic finance market. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 5(12), hlm.472-478.

<http://aaoifi.com/> (diakses pada 7 April 2017)

<https://dsnmu.or.id/> (diakses pada 15 Mei 2017)

<http://www.ibpa.co.id/> (diakses pada 19 Juni 2017)

<http://www.idx.co.id/> (diakses pada 23 Mei 2017)

<https://www.kemenkeu.go.id/> (diakses pada 7 April 2017)

<http://www.kompas.com/> (diakses pada 15 Mei 2017)

<http://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/data-produk-obligasi-syariah/Default.aspx> (diakses pada 11 Maret 2017)

<http://republika.co.id/> (diakses pada 15 Mei 2017)

<http://sukuk.com/> (diakses pada 7 April 2017)

LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Istilah

1. Akad

Akad merupakan perjanjian atau kontrak yang memuat *ijab* (penawaran) dan *qabul* (penerimaan) antara dua belah pihak yang berisi hak dan kewajiban masing-masing pihak sesuai dengan prinsip syariah.

2. Bagi Hasil

Sistem yang diterapkan dalam ekonomi syariah yang menekankan pada pembagian hasil usaha (keuntungan dan kerugian) yang besarnya (nisbah/persentase) ditetapkan berdasarkan kesepakatan pihak-pihak yang terkait.

3. Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI)

Bagian dari Majelis Ulama Indonesia (MUI) yang bertugas menumbuhkembangkan penerapan nilai-nilai syariah dalam kegiatan perekonomian pada umumnya dan sektor keuangan pada khususnya. DSN merupakan satu-satunya badan yang mempunyai kewenangan mengeluarkan fatwa atas jenis-jenis kegiatan, produk dan jasa keuangan syariah serta mengawasi penerapan fatwa dimaksud oleh lembaga-lembaga keuangan syariah di Indonesia. Dalam hal penerbitan Sukuk Negara, DSN-MUI mempunyai kewenangan dalam memberikan opini kesesuaian syariah atas rencana penerbitan struktur sukuk yang akan dilakukan oleh pemerintah maupun korporasi.

4. Fatwa

Suatu ketetapan hukum yang dikeluarkan oleh pihak yang memiliki keahlian di bidang syariah yang terkait dengan sukuk yang diterbitkan.

5. Gharar

Sesuatu yang mengandung ketidakjelasan, keraguan, tipuan atau tindakan yang bertujuan merugikan orang lain. Gharar yang terbesar adalah tidak adanya kepastian mengenai rincian objek, cara penyerahan dan cara pembayaran. Dalam transaksi Islam harus ada itikad baik sehingga tidak boleh ada gharar yang mengakibatkan kerugian akibat adanya itikad tidak baik tersebut.

6. Ijarah

Akad yang satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menyewakan hak atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga sewa dan periode sewa yang disepakati.

7. Maysir

Unsur spekulasi, judi, dan sikap untung-untungan di dalam transaksi keuangan yang memungkinkan diperolehnya suatu kekayaan dengan cara yang mudah. Maysir yang paling besar adalah ketika keuntungan suatu pihak merupakan kerugian pada pihak lain. Maysir juga bermakna spekulasi murni.

8. Mudharabah

Akad kerjasama antara dua pihak atau lebih, yaitu satu pihak sebagai penyedia modal dan pihak lain sebagai penyedia tenaga dan keahlian, keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan nisbah/persentase yang telah disetujui sebelumnya, sedangkan kerugian yang terjadi akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal, kecuali kerugian disebabkan oleh kelalaian penyedia tenaga dan keahlian.

9. Nilai Nominal

Nilai sukuk yang tercantum dalam sertifikat sukuk.

10. Nisbah

Nisbah adalah porsi/prosentase pembagian keuntungan hasil usaha bagi masing-masing pihak yang melakukan kerjasama usaha, yang besarnya ditetapkan sesuai dengan kesepakatan bersama. Contoh: Pihak A 60% : Pihak B 40%.

11. *Principle trustee*

SPV itu sendiri yang mewakili kepentingan pemegang Sukuk. Sementara *co-trustee* adalah pihak lain yang dapat berupa lembaga keuangan bank dan non bank yang membantu melaksanakan sebagian tugas *Special Purpose Vehicle* (SPV) sebagai *principle trustee* misalnya menjadi penghubung dalam hal penerbit sukuk mengalami gagal bayar (*default*).

12. Riba

Unsur tambahan yang disyaratkan dalam transaksi bisnis tanpa adanya *'iwadh* (penyeimbang/pengganti) yang dibenarkan secara syariah Islam.

13. Sukuk

Efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu'*/undivided share), atas aset yang mendasarinya.

14. Wali Amanat (*Trustee*)

Pihak yang mewakili kepentingan pemegang sukuk sesuai dengan yang diperjanjikan.

Sumber: Dari berbagai sumber, 2017.

Lampiran 2 Data Penelitian

- a. PT Adhi Karya (Persero) Tbk. (ADHI)
- b. PT Adira Dinamika Multifinance, Tbk. (ADMF)
- c. PT Aneka Gas Industri, Tbk. (AGII)
- d. PT Bank Maybank Indonesia Tbk. (BNII)
- e. PT Bank Muamalat Indonesia Tbk.
- f. PT Berlian Laju Tanker Tbk. (BLTA)
- g. Bank Pembangunan Daerah Sulawesi Selatan dan Barat
- h. Bank Pembangunan Daerah Sumatera Barat (Nagari)
- i. PT Indosat Tbk. (ISAT)
- j. PT PLN (Persero)
- k. PT Sumberdaya Sewatama
- l. PT Summarecon Agung Tbk. (SMRA)
- m. PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk. (AISA)
- n. PT XL Axiata Tbk. (EXCL)

Lampiran 3 Penerbitan Sukuk

No	Perusahaan	Tahun	<i>Long-term debt</i>	Total aset	Penebitan Sukuk
1	ADHI	2016	1.608.286.449.267	20.095.435.959.279	0,08003
2		2015	2.184.469.703.709	16.761.063.514.879	0,13033
3		2014	1.777.482.182.941	10.458.881.684.274	0,16995
4		2013	1.725.099.305.207	9.720.961.764.422	0,17746
5		2012	838.580.545.389	7.872.073.635.468	0,10653
6	ADMF	2016	11.619.525.000.000	27.665.045.000.000	0,42001
7		2015	11.388.433.000.000	27.744.207.000.000	0,41048
8		2014	12.454.111.000.000	29.930.882.000.000	0,41610
9		2013	11.251.911.000.000	30.994.411.000.000	0,36303
10		2012	8.285.757.000.000	25.460.457.000.000	0,32544
11	AGII	2016	1.684.218.000.000	5.847.722.000.000	0,28801
12		2015	2.119.946.000.000	4.953.451.000.000	0,42797
13		2014	1.573.511.000.000	3.487.197.000.000	0,45123
14		2013	1.188.249.335.000	2.555.917.260.000	0,46490
15		2012	782.938.841.000	2.025.629.592.000	0,38652
16	BLTA	2016	506.868.777.000	1.399.657.011.000	0,36214
17		2015	581.296.848.000	1.404.564.552.000	0,41386
18		2014	20.978.135.376.000	8.513.736.936.000	2,46403
19		2013	19.765.153.272.000	8.853.127.881.000	2,23256
20		2012	3.513.720.210.000	10.861.440.700.000	0,32350
21	BPD Sulsebar	2016	100.017.122.849	16.242.238.572.080	0,00616
22		2015	100.017.122.849	11.520.304.975.420	0,00868
23		2014	100.084.830.697	10.004.191.436.160	0,01000
24		2013	100.144.631.384	8.734.875.031.296	0,01146
25		2012	150.631.727.539	8.018.454.563.052	0,01879
26	BPD Sumbar	2016	398.079.000.000	20.616.860.000.000	0,01931
27		2015	696.976.130.737	19.448.300.000.000	0,03584
28		2014	630.120.935.462	18.014.579.000.000	0,03498
29		2013	619.213.339.933	16.237.123.000.000	0,03814
30		2012	566.271.157.795	14.376.525.000.000	0,03939
31	ISAT	2016	17.574.993.000.000	50.838.704.000.000	0,34570
32		2015	22.072.076.000.000	55.388.517.000.000	0,39850
33		2014	17.530.942.000.000	53.269.697.000.000	0,32910
34		2013	24.508.856.000.000	54.520.891.000.000	0,44953
35		2012	24.813.926.000.000	55.225.061.000.000	0,44932

No	Perusahaan	Tahun	<i>Long-term debt</i>	Total assets	Penebitan Sukuk
36	Maybank	2016	3.984.540.000.000	166.678.902.000.000	0,02391
37		2015	4.275.496.000.000	157.619.013.000.000	0,02713
38		2014	3.984.540.000.000	143.365.211.000.000	0,01639
39		2013	2.588.020.000.000	140.600.863.000.000	0,01841
40		2012	2.419.621.000.000	115.772.908.000.000	0,02090
41	Muamalat	2016	2.669.202.675.000	55.786.397.505.000	0,04785
42		2015	1.804.925.000.000	57.140.616.713.000	0,03159
43		2014	1.886.000.000.000	62.410.218.442.000	0,03022
44		2013	1.506.000.000.000	53.723.978.628.000	0,02803
45		2012	911.530.817.000	44.205.554.301.000	0,02062
46	PLN	2016	272.155.163.000.000	1.274.576.230.000.000	0,21353
47		2015	389.441.371.000.000	1.314.370.881.000.000	0,29629
48		2014	351.429.688.000.000	603.659.191.000.000	0,58217
49		2013	350.581.669.000.000	590.218.986.000.000	0,59399
50		2012	315.503.191.000.000	549.375.964.000.000	0,57429
51	Sumberdaya Sewatama	2016	31.323.000.000	3.120.996.000.000	0,01004
52		2015	861.490.000.000	3.946.851.000.000	0,21827
53		2014	1.390.859.000.000	3.675.622.000.000	0,37840
54		2013	1.703.882.000.000	3.519.195.000.000	0,48417
55		2012	1.581.505.000.000	2.785.110.000.000	0,56784
56	SMRA	2016	8.427.392.644.000	20.810.319.657.000	0,40496
57		2015	6.818.826.064.000	18.758.262.022.000	0,36351
58		2014	5.761.944.626.000	15.872.671.877.000	0,36301
59		2013	3.963.506.937.000	13.659.136.820.000	0,29017
60		2012	1.863.496.830.000	10.876.386.685.000	0,17133
61	AISA	2016	248.509.000.000	9.254.539.000.000	0,02685
62		2015	2.343.616.000.000	9.060.980.000.000	0,25865
63		2014	2.294.624.000.000	7.371.846.000.000	0,31127
64		2013	1.269.424.000.000	5.025.824.000.000	0,25258
65		2012	617.126.000.000	3.867.576.000.000	0,15956
66	EXCL	2016	19.210.103.000.000	54.896.286.000.000	0,34993
67		2015	29.004.471.000.000	58.844.320.000.000	0,49290
68		2014	34.184.618.000.000	63.630.884.000.000	0,53723
69		2013	17.046.433.000.000	40.277.626.000.000	0,42322
70		2012	11.345.673.000.000	35.455.705.000.000	0,32000

Sumber: Data diolah penulis, 2017.

Lampiran 4 Ukuran Perusahaan

No	Perusahaan	Tahun	Total aset	Ukuran Perusahaan
1	ADHI	2016	20.095.435.959.279	30,63151
2		2015	16.761.063.514.879	30,45008
3		2014	10.458.881.684.274	29,97847
4		2013	9.720.961.764.422	29,90531
5		2012	7.872.073.635.468	29,69434
6	ADMF	2016	27.665.045.000.000	30,95119
7		2015	27.744.207.000.000	30,95405
8		2014	29.930.882.000.000	31,02991
9		2013	30.994.411.000.000	31,06483
10		2012	25.460.457.000.000	30,86815
11	AGII	2016	5.847.722.000.000	29,39707
12		2015	4.953.451.000.000	29,23111
13		2014	3.487.197.000.000	28,88012
14		2013	2.555.917.260.000	28,56943
15		2012	2.025.629.592.000	28,33690
16	BLTA	2016	1.399.657.011.000	27,96725
17		2015	1.404.564.552.000	27,97075
18		2014	8.513.736.936.000	29,77270
19		2013	8.853.127.881.000	29,81179
20		2012	10.861.440.700.000	30,01624
21	BPD Sulselbar	2016	16.242.238.572.080	30,41864
22		2015	11.520.304.975.420	30,07513
23		2014	10.004.191.436.160	29,93403
24		2013	8.734.875.031.296	29,79834
25		2012	8.018.454.563.052	29,71277
26	BPD Sumbar	2016	20.616.860.000.000	30,65713
27		2015	19.448.300.000.000	30,59878
28		2014	18.014.579.000.000	30,52220
29		2013	16.237.123.000.000	30,41832
30		2012	14.376.525.000.000	30,29662
31	ISAT	2016	50.838.704.000.000	31,55968
32		2015	55.388.517.000.000	31,64539
33		2014	53.269.697.000.000	31,60639
34		2013	54.520.891.000.000	31,62961
35		2012	55.225.061.000.000	31,64244

No	Perusahaan	Tahun	Total aset	Ukuran Perusahaan
36	Maybank	2016	166.678.902.000.000	32,74709
37		2015	157.619.013.000.000	32,69120
38		2014	143.365.211.000.000	32,59642
39		2013	140.600.863.000.000	32,57695
40		2012	115.772.908.000.000	32,38265
41	Muamalat	2016	55.786.397.505.000	31,65255
42		2015	57.140.616.713.000	31,67654
43		2014	62.410.218.442.000	31,76475
44		2013	53.723.978.628.000	31,61488
45		2012	44.205.554.301.000	31,41987
46	PLN	2016	1.274.576.230.000.000	34,78139
47		2015	1.314.370.881.000.000	34,81213
48		2014	603.659.191.000.000	34,03403
49		2013	590.218.986.000.000	34,01151
50		2012	549.375.964.000.000	33,93980
51	Sumberdaya Sewatama	2016	3.120.996.000.000	28,76917
52		2015	3.946.851.000.000	29,00394
53		2014	3.675.622.000.000	28,93274
54		2013	3.519.195.000.000	28,88925
55		2012	2.785.110.000.000	28,65531
56	SMRA	2016	20.810.319.657.000	30,66647
57		2015	18.758.262.022.000	30,56266
58		2014	15.872.671.877.000	30,39562
59		2013	13.659.136.820.000	30,24543
60		2012	10.876.386.685.000	30,01762
61	AISA	2016	9.254.539.000.000	29,85614
62		2015	9.060.980.000.000	29,83500
63		2014	7.371.846.000.000	29,62869
64		2013	5.025.824.000.000	29,24561
65		2012	3.867.576.000.000	28,98365
66	EXCL	2016	54.896.286.000.000	31,63647
67		2015	58.844.320.000.000	31,70592
68		2014	63.630.884.000.000	31,78412
69		2013	40.277.626.000.000	31,32682
70		2012	35.455.705.000.000	31,19931

Sumber: Data diolah penulis, 2017.

Lampiran 5 Pertumbuhan Perusahaan (*Growth Opportunities*)

No	Perusahaan	Tahun	<i>Sales</i>	<i>Growth</i>
1	ADHI	2016	11.063.942.850.707	0,17832
2		2015	9.389.570.098.578	0,08505
3		2014	8.653.578.309.020	-0,11695
4		2013	9.799.598.396.362	0,28474
5		2012	7.627.702.794.424	0,13929
6		2011	6.695.112.327.923	
7	ADMF	2016	8.411.661.000.000	0,04315
8		2015	8.063.678.000.000	-0,02272
9		2014	8.251.148.000.000	0,02313
10		2013	8.064.626.000.000	0,19424
11		2012	6.752.924.000.000	0,27329
12		2011	5.303.510.000.000	
13	AGII	2016	1.651.136.000.000	0,15752
14		2015	1.426.441.000.000	0,29806
15		2014	1.098.905.000.000	0,13044
16		2013	972.104.865.000	0,13179
17		2012	858.905.519.000	0,10116
18		2011	780.000.000.000	
19	BLTA	2016	279.633.171.000	-0,92050
20		2015	3.517.329.372.000	-0,09912
21		2014	3.904.330.650.000	0,08216
22		2013	3.607.916.460.000	-0,17600
23		2012	4.378.537.320.000	-0,18799
24		2011	5.392.231.792.000	
25	BPD Sulselbar	2016	819.093.374.013	0,17093
26		2015	684.515.329.980	0,15922
27		2014	548.603.012.154	0,14622
28		2013	444.369.698.624	0,15569
29		2012	384.507.591.782	0,02785
30		2011	374.089.224.929	
31	BPD Sumbar	2016	1.361.218.000.000	0,00858
32		2015	1.276.171.000.000	0,09121
33		2014	1.096.461.000.000	0,05548
34		2013	1.111.187.000.000	0,11008
35		2012	1.000.999.000.000	0,12402
36		2011	890.550.000.000	

No	Perusahaan	Tahun	Sales	Growth
37	ISAT	2016	29.184.624.000.000	0,09026
38		2015	26.768.525.000.000	0,11141
39		2014	24.085.101.000.000	0,00963
40		2013	23.855.272.000.000	0,06407
41		2012	22.418.812.000.000	0,09204
42		2011	20.529.292.000.000	
43	Maybank	2016	2.585.183.000.000	0,66065
44		2015	1.556.729.000.000	0,61401
45		2014	987.132.000.000	-0,57894
46		2013	2.290.653.000.000	0,37382
47		2012	1.667.364.000.000	0,73216
48		2011	962.594.000.000	
49	Muamalat	2016	4.125.864.123.000	-0,48684
50		2015	5.261.253.471.000	0,13040
51		2014	5.528.377.977.000	-0,49605
52		2013	4.716.606.038.000	0,39428
53		2012	3.382.835.214.000	0,26483
54		2011	2.674.529.648.000	
55	PLN	2016	222.821.956.000.000	0,02519
56		2015	217.346.990.000.000	-0,25749
57		2014	292.721.191.000.000	0,11791
58		2013	261.847.042.000.000	0,12547
59		2012	232.656.456.000.000	0,11844
60		2011	208.017.823.000.000	
61	Sumberdaya Sewatama	2016	1.265.337.000.000	-0,16629
62		2015	1.517.716.000.000	-0,06606
63		2014	1.625.069.000.000	0,15571
64		2013	1.406.117.000.000	0,10345
65		2012	1.274.288.000.000	0,26610
66		2011	1.006.469.000.000	
67	SMRA	2016	5.397.948.907.000	-0,04012
68		2015	5.623.560.624.000	-0,02318
69		2014	5.756.983.558.000	0,40627
70		2013	4.093.789.495.000	0,18210
71		2012	3.463.163.272.000	0,46786
72		2011	2.359.330.713.000	

No	Perusahaan	Tahun	<i>Sales</i>	<i>Growth</i>
73	AISA	2016	6.545.680.000.000	0,08897
74		2015	6.010.895.000.000	0,16944
75		2014	5.139.974.000.000	0,26702
76		2013	4.056.735.000.000	0,47645
77		2012	2.747.623.000.000	0,56756
78		2011	1.752.802.000.000	
79	EXCL	2016	21.341.425.000.000	-0,06709
80		2015	22.876.182.000.000	-0,02489
81		2014	23.460.015.000.000	0,02552
82		2013	21.265.060.000.000	0,01408
83		2012	20.969.806.000.000	0,14839
84		2011	18.260.144.000.000	

Sumber: Data diolah penulis, 2017.

Lampiran 6 Aksesibilitas Pasar Modal Syariah

No	Perusahaan	Nominal Sukuk	Tahun	Total Liabilitas	Aksesibilitas
1	ADHI	125.000.000.000	2016	14.652.655.996.381	0,00853
2			2015	11.598.931.718.043	0,01078
3			2014	8.707.338.334.630	0,01436
4			2013	8.172.498.971.851	1,06544
5			2012	6.691.154.665.776	0,01868
6	ADMF	1.000.000.000.000	2016	36.661.585.000.000	0,04408
7			2015	42.124.676.000.000	0,04277
8			2014	38.971.142.000.000	0,03861
9			2013	38.003.293.000.000	1,03703
10			2012	35.829.677.000.000	0,04896
11	AGII	220.000.000	2016	2.996.929.000.000	0,00007
12			2015	3.074.583.000.000	0,00007
13			2014	2.237.722.000.000	0,00010
14			2013	1.703.256.590.000	1,31379
15			2012	1.367.352.392.000	0,00016
16	BLTA	100.000.000.000	2016	737.583.747.000	0,12880
17			2015	893.186.140.000	0,10636
18			2014	23.025.394.686.000	0,00434
19			2013	21.235.029.345.000	1,08431
20			2012	23.147.668.870.000	0,00432
21	BPD Sulselbar	100.000.000.000	2016	13.229.602.902.853	0,00756
22			2015	8.981.000.599.718	0,01113
23			2014	7.846.252.723.668	0,01274
24			2013	7.306.288.618.843	1,07390
25			2012	6.791.708.183.134	0,01472
26	BPD Sumbar	100.000.000.000	2016	1.340.715.000.000	0,07459
27			2015	1.274.820.000.000	0,07844
28			2014	1.224.605.000.000	0,08166
29			2013	14.708.924.000.000	0,08326
30			2012	13.116.094.000.000	0,00762
31	ISAT	200.000.000.000	2016	36.661.585.000.000	0,00546
32			2015	42.124.676.000.000	0,00475
33			2014	38.971.142.000.000	0,00513
34			2013	38.003.293.000.000	1,02547
35			2012	35.829.677.000.000	0,00558

No	Perusahaan	Nominal Sukuk	Tahun	Total Liabilitas	Aksesibilitas
36	Maybank	300.000.000.000	2016	147.406.296.000.000	0,00204
37			2015	141.875.745.000.000	0,00211
38			2014	128.870.064.000.000	0,00233
39			2013	128.138.350.000.000	1,00571
40			2012	106.105.415.000.000	0,00283
41	Muamalat	314.000.000.000	2016	9.476.756.018.000	0,03313
42			2015	8.952.097.186.000	0,03508
43			2014	9.587.562.800.000	0,03275
44			2013	9.875.686.906.000	0,97082
45			2012	8.115.487.601.000	0,03869
46	PLN	500.000.000.000	2016	393.778.518.000.000	0,00127
47			2015	509.580.264.000.000	0,00098
48			2014	438.987.965.000.000	0,00114
49			2013	439.887.628.000.000	0,99795
50			2012	390.106.094.000.000	0,00128
51	Sumberdaya Sewatama	200.000.000.000	2016	3.001.011.000.000	0,06664
52			2015	3.204.437.000.000	0,06241
53			2014	2.950.389.000.000	0,06779
54			2013	2.790.064.000.000	1,05746
55			2012	2.105.349.000.000	0,09500
56	SMRA	200.000.000.000	2016	12.644.764.172.000	0,01582
57			2015	11.228.512.108.000	0,01781
58			2014	9.456.215.921.000	0,02115
59			2013	9.001.470.153.000	1,05052
60			2012	7.060.986.827.000	0,02832
61	AISA	300.000.000.000	2016	4.990.139.000.000	0,06012
62			2015	5.094.073.000.000	0,05889
63			2014	3.779.017.000.000	0,07939
64			2013	2.666.573.000.000	1,41718
65			2012	2.033.453.000.000	0,14753
66	EXCL	2.180.000.000.000	2016	33.687.141.000.000	0,10854
67			2015	44.752.685.000.000	1,98510
68			2014	49.582.910.000.000	0,04397
69			2013	24.977.479.000.000	0,04871
70			2012	20.085.669.000.000	0,06471

Sumber: Data diolah penulis, 2017.

Lampiran 7 Data Outlier

No	Perusahaan	Tahun	Penerbitan Sukuk	<i>Firm Size</i>	<i>Growth</i>	<i>Accessibility</i>
1	AGII	2016	0,28801	29,39707	0,15752	0,00016
2		2015	0,42797	29,23111	0,29806	1,31379
3		2014	0,45123	28,88012	0,13044	0,00010
4		2013	0,46490	28,56943	0,13179	0,00007
5		2012	0,38652	28,33690	0,10116	0,00007
6	BLTA	2016	0,36214	27,96725	-0,92050	0,12880
7		2015	0,41386	27,97075	-0,09912	0,10636
8		2014	2,46403	29,77270	0,08216	0,00434
9		2013	2,23256	29,81179	-0,17600	1,08431
10		2012	0,32350	30,01624	-0,18799	0,00432
11	PLN	2016	0,21353	34,78139	0,02519	0,00127
12		2015	0,29629	34,81213	-0,25749	0,00098
13		2014	0,58217	34,03403	0,11791	0,00114
14		2013	0,59399	34,01151	0,12547	0,99795
15		2012	0,57429	33,93980	0,11844	0,00128
16	BNII	2016	0,02391	32,74709	0,66065	0,00204
17		2015	0,02713	32,69120	0,61401	0,00211
18		2014	0,01841	32,59642	-0,57894	0,00233
19		2013	0,01841	32,57695	0,37382	1,00571
20		2012	0,02090	32,38265	0,73216	0,00283
21	Muamalat	2016	0,04785	31,65255	-0,48684	0,03313
22		2015	0,03159	31,67654	0,13040	0,03508
23		2014	0,03022	31,76475	-0,49605	0,03275
24		2013	0,02803	31,61488	0,39428	0,97082
25		2012	0,02062	31,41897	0,26483	0,03869
26	Sumberdaya Sewatama	2016	0,01004	28,76917	-0,16629	0,06664
27		2015	0,21827	29,00394	-0,06606	0,06241
28		2014	0,37840	28,93274	0,15571	0,06779
29		2013	0,48417	28,88925	0,10345	1,05746
39		2012	0,56784	28,65532	0,26610	0,09500

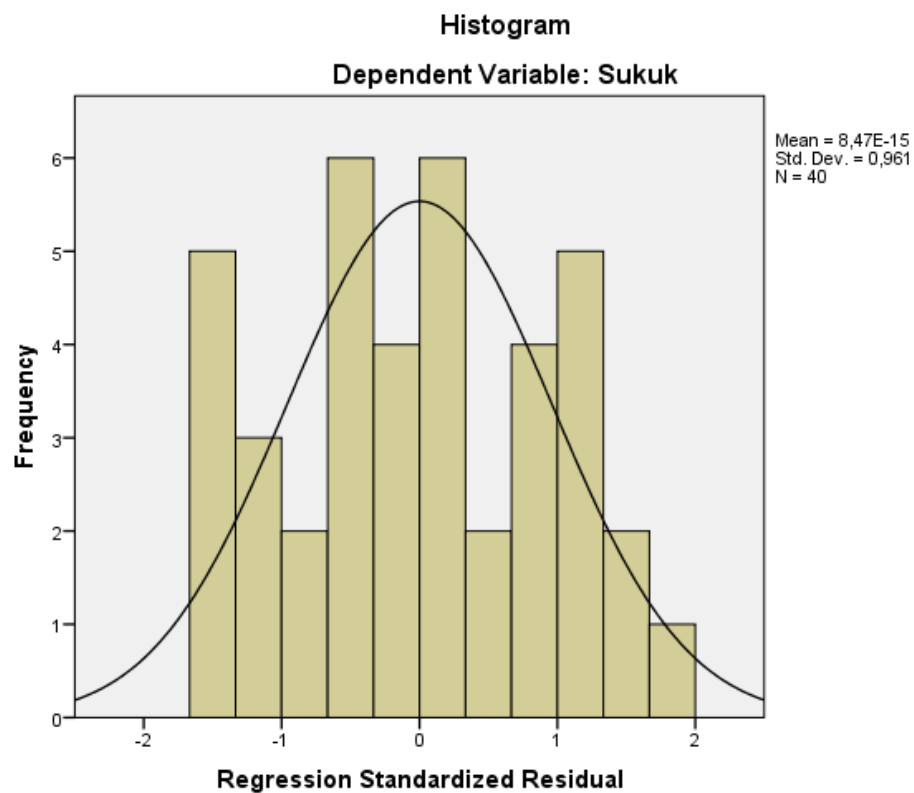
Sumber: Data diolah penulis, 2017.

Lampiran 8 Hasil Uji Statistik Deskriptif

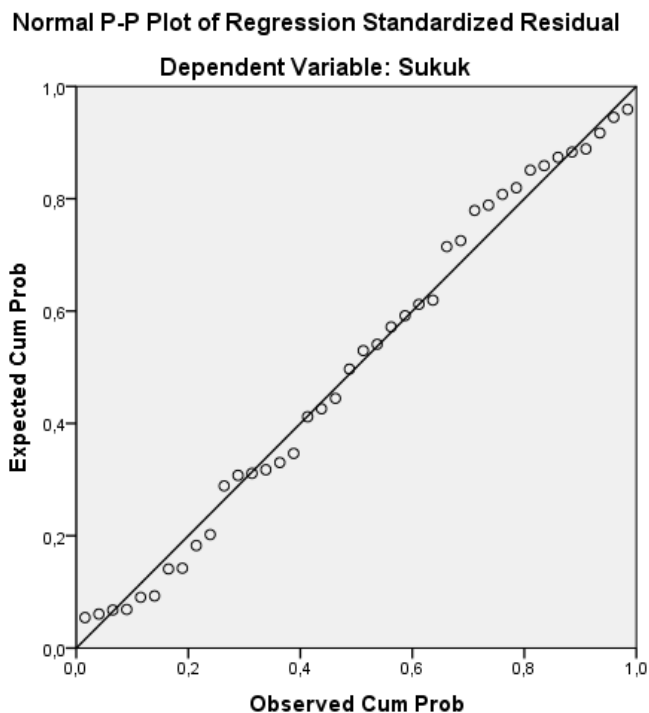
Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Sukuk	40	,00616	,53723	,2379858	,16895582
Firm_Size	40	28,98365	31,78412	30,5783210	,74305536
Growth	40	-,11695	,56756	,1289153	,15031693
Islam_P	40	,00475	1,98510	,3256450	,53279139
Valid N (listwise)	40				

Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017.

Lampiran 9 Hasil Uji Normalitas



Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017.



Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		40
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,12136080
Most Extreme Differences	Absolute	,088
	Positive	,067
	Negative	-,088
Test Statistic		,088
Asymp. Sig. (2-tailed)		,200 ^{c,d}

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

d. This is a lower bound of the true significance.

Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017.

Lampiran 10 Hasil Uji Multikolinieritas

Coefficient Correlations^a

Model		Islam_P	Firm_Size	Growth	
1	Correlations	Islam_P	1,000	-,039	-,384
		Firm_Size	-,039	1,000	,528
		Growth	-,384	,528	1,000
	Covariances	Islam_P	,002	-5,422E-5	-,003
		Firm_Size	-5,422E-5	,001	,003
		Growth	-,003	,003	,031

a. Dependent Variable: Sukuk

Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017.

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	Firm_Size	,690	1,450
	Growth	,589	1,698
	Islam_P	,815	1,227

a. Dependent Variable: Sukuk

Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017.

Lampiran 11 Hasil Uji Autokorelasi

Model Summary^b

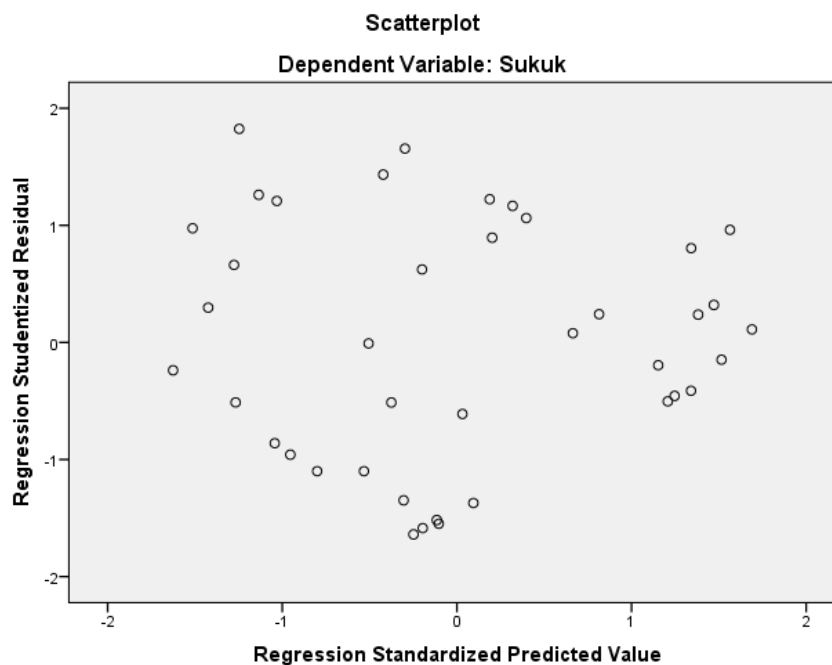
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,696 ^a	,484	,441	,12631633	1,728

a. Predictors: (Constant), Islam_P, Firm_Size, Growth

b. Dependent Variable: Sukuk

Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017.

Lampiran 12 Hasil Uji Heterokedastisitas



Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	-13,596	8,387		-1,621	,114
	Firm_Size	,517	,271	,350	1,908	,064
	Growth	1,421	1,450	,195	,980	,334
	Islam_P	,553	,348	,269	1,591	,120

a. Dependent Variable: RES_2

Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017.

Lampiran 13 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,696 ^a	,484	,441	,12631633

a. Predictors: (Constant), Islam_P, Firm_Size, Growth

b. Dependent Variable: Sukuk

Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017.

Lampiran 14 Hasil Uji F

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,539	3	,180	11,258	,000 ^b
	Residual	,574	36	,016		
	Total	1,113	39			

a. Dependent Variable: Sukuk

b. Predictors: (Constant), Islam_P, Firm_Size, Growth

Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017.

Lampiran 15 Hasil Uji t

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-5,332	1,014		-5,259	,000
	Firm_Size	,181	,033	,795	5,516	,000
	Growth	,241	,175	,214	1,373	,178
	Islam_P	,033	,042	,104	,784	,438

a. Dependent Variable: Sukuk

Sumber : Data olahan SPSS 24, 2017.



Building
Future
Leaders

KEMENTERIAN RISET, TEKNOLOGI, DAN PENDIDIKAN TINGGI
UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA
FAKULTAS EKONOMI

Kampus Universitas Negeri Jakarta Gedung R, Jalan Rawamangun Muka, Jakarta 13220
Telepon (021) 4721227/4706285, Fax: (021) 4706285
Laman: www.fe.unj.ac.id



ISO 9001:2008 CERTIFIED
CERTIFICATE NO:
IAS/INA/3640

BIODATA MAHASISWA
FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA

1. Nama : Fathia Rofifah
2. Nomor Registrasi : 8335132520
3. Jenis kelamin : Perempuan
4. Tempat/Tgl. Lahir : Jakarta, 5 Januari 1996
5. Program Studi/Jurusan : S1 Akuntansi/Akuntansi
6. Asal Sekolah/Pendidikan/Kota : SMA Negeri 103 Jakarta
7. Indeks Prestasi Akademik : 3,51
8. Alamat : Jl. Lembah Palem XI Blok J1 No.10 RT.12 / RW. 09
Kel. Pondok Kelapa, Kec. Duren Sawit, Jakarta Timur,
13450, DKI Jakarta.
Telp: (021) 8652115 Hp: 089627889849
9. Alamat e-mail : fathia.rofifah@yahoo.co.id
10. Pekerjaan**) :
 - Jabatan : -
 - Lama Bekerja : -
 - Alamat Pekerjaan : -
 - Telp. -
11. Orang Tua
 - Nama : Achmad Kosasih
 - Pekerjaan : Pensiun
 - Jabatan : -
 - Alamat : Jl. Lembah Palem XI Blok J1 No.10 RT.12 / RW. 09
Kel. Pondok Kelapa, Kec. Duren Sawit, Jakarta Timur,
13450, DKI Jakarta.
Telp: 021 (8652115) Hp: 08158952126



Jakarta, Juli 2017
Mahasiswa yang bersangkutan

Fathia Rofifah