

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Pasar modal merupakan sarana mempertemukan antara pihak yang memiliki kelebihan dana (*surplus fund*) dengan pihak yang kekurangan dana (*deficit fund*), dimana dana yang diperdagangkan merupakan dana jangka panjang. Pasar modal memiliki peran bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, fungsi ekonomi dan keuangan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena pasar menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (yaitu, *investor*) dan pihak yang memerlukan dana (yaitu, *issuer*, pihak yang menerbitkan efek atau emiten). Dengan adanya pasar modal maka pihak yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dana tersebut dengan harapan memperoleh imbal hasil (*return*), sedangkan pihak *issuer* dapat memanfaatkan dana tersebut untuk kepentingan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari operasi perusahaan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi keuangan, karena memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbal hasil bagi pemilik dana sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih (Manan, 2012).

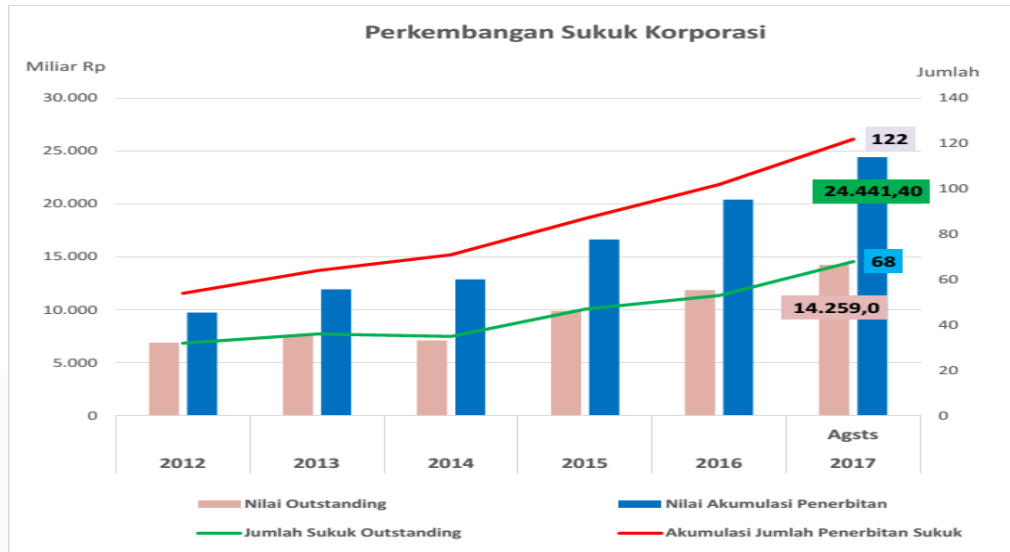
Fenomena menarik yang terjadi di pasar modal Indonesia dalam satu dekade terakhir adalah kehadiran efek keuangan yang berprinsip syariah dengan tingkat pertumbuhan yang sangat pesat. Efek syariah

mengharamkan adanya unsur riba atau pendapatan berdasarkan *interest based instrument*. Secara etimologis, riba berarti tambahan dan tumbuh, secara termonologi berarti pengambilan tambahan dari harta pokok atau modal secara batil, sedangkan menurut *syara'*, *riba* diartikan sebagai usaha yang haram sebagaimana tersebut dalam Al-Quran surat *An-Nisa'* (4) ayat 161 yang artinya: “...*dan mereka memakan riba, padahal sesungguhnya mereka dilarang memakannya...*”. Pertimbangan seperti ini ternyata menjadi efek keuangan syariah banyak diminati oleh para investor sehingga perusahaan-perusahaan konvensional seakan berlomba-lomba menerbitkan efek keuangan berbasis syariah (Manan, 2012).

Salah satu jenis efek yang diperdagangkan di pasar modal syariah adalah sukuk atau obligasi syariah. Fatwa Dewan Syariah Nasional nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 menjelaskan obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo (Manan, 2012). Peraturan BAPEPAM dan LK Nomor IX.A.13 tentang penerbitan efek syariah mendefinisikan sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak terpisahkan atau tidak berbagi (*undivided share*) atas kepemilikan aset berwujud tertentu, nilai manfaat atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu, atau aset proyek tertentu atau kegiatan investasi yang telah ditentukan (Huda dan Mustofa, 2008).

Meningkatnya minat dan kepercayaan investor atas instrumen investasi pada sukuk dipengaruhi oleh salah satu faktor penting yaitu prinsip bagi hasil yang terdapat pada sukuk, system tersebut mensyaratkan antara investor dan emiten untuk menjalin sebuah hubungan kerjasama kemitraan diantara keduanya, bukan hubungan antara kreditur dan debitur yang terdapat pada obligasi konvensional. Sedangkan maksud dari ketentuan bagi hasil mengandung pengertian tidak hanya keuntungan saja yang dibagi, namun risiko atas investasi tersebut antara investor dan emiten (*profit and loss margin*) juga dibagi, pola bagi hasilnya harus dalam bentuk persentase dan harus tetap sampai jatuh tempo sukuk berakhir atau bisa juga fluktuatif sesuai dengan situasi dan kondisi yang dialami atau bisa juga berubah atas keinginan dan kesepakatan investor dengan emiten (Ernawati, 2015).

Berdasarkan data statistik perkembangan pasar modal syariah di Indonesia yang diolah oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK), dalam 5 (lima) tahun terakhir, penerbitan sukuk korporasi di Indonesia terus meningkat, pada akhir Agustus 2017 akumulasi jumlah penerbitan sukuk korporasi mencapai 122 sukuk dan 68 buah sukuk bernilai *Outstanding* dengan nilai nominal mencapai Rp. 24,44 triliun angka ini lebih besar dari pada tahun 2016 dengan nilai nominal Rp. 20,43 triliun sebagaimana terlihat dalam Gambar 1.1. sebagai berikut:



Gambar 1.1 Grafik Perkembangan Sukuk Korporasi di Indonesia

Sumber : Otoritas Jasa Keuangan (OJK) yang diolah 2017

Terdapat beberapa jenis sukuk yaitu *Mudharabah*, *Ijarah*, *Istisna*, *Salam*, dan Sukuk Portofolio Gabungan. Namun diantara jenis sukuk tersebut yang paling banyak digunakan di Indonesia adalah sukuk *mudharabah* dan *ijarah*, mekanisme sukuk *mudharabah* adalah bentuk kerja sama antara pemilik modal (*shahibul maal/investor*) dengan pengelola (*mudharib/emiten*), sedangkan sukuk *ijarah* mekanismenya dapat dikatakan mirip dengan *leasing*. Sukuk tidak memberikan bunga dan belum ditentukan besarnya bunga namun penerbit obligasi atau emiten harus memberikan imbalan atau *yield* sukuk kepada para investor pemegang obligasi syariah berupa pembagian hasil, margin, pendapatan, dan biaya sewa. Sukuk lebih kompetitif dibandingkan obligasi konvensional karena perolehan dari bagi hasil pendapatan lebih tinggi dari pada obligasi konvensional (Manan, 2012).

Tujuan utama dalam sebuah investasi adalah memperoleh hasil optimal dari aktivitas investasi tersebut. Hasil dari investasi terhadap sukuk maupun obligasi biasa disebut dengan *yield*. *Yield* merupakan hasil yang diperoleh dari menginvestasikan sejumlah dana pada suatu obligasi (Fahmi, 2014). *Yield* sukuk sangat berbeda dengan *yield* obligasi. Perbedaan tersebut meliputi beberapa hal. Perbedaan yang paling terlihat adalah basis pendapatan yang diterima investor dan resiko pendapatannya (Hamida, 2015). Berbeda dengan obligasi konvensional, dimana investasi pada obligasi konvensional investor tidak menanggung resiko apapun karena meskipun perusahaan mengalami kerugian, investor tetap mendapatkan kompensasi berupa bunga atas pokok hutang obligasi. Sedangkan dalam instrument sukuk, baik investor maupun perusahaan sama-sama menanggung resiko dan memperoleh hasil dari aktivitas investasi. Apabila perusahaan mengalami kerugian maka investor juga ikut mengalami kerugian berupa *opportunity cost* karena aktivitas investasinya tidak mendatangkan keuntungan (Ernawati, 2015).

Karakteristik keuangan setiap perusahaan juga harus dipertimbangkan oleh investor atau kreditor. Ukuran perusahaan dapat digunakan untuk mewakili karakteristik keuangan perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2015) Ukuran perusahaan merupakan rata-rata total penjualan bersih untuk tahun yang bersangkutan sampai beberapa tahun. Semakin besar total penjualan (*total asset*), maka semakin besar pula ukuran suatu perusahaan. Menurut Aman dan Nguyen (2013) perusahaan besar memiliki kesempatan yang lebih besar untuk diversifikasi risiko mereka

diberbagai jenis produk dan pasar. Perusahaan-perusahaan besar juga dapat menjual asetnya lebih mudah untuk membayar hutang dan mengurangi *leverage*. Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Maria (2014) menyatakan bahwa ukuran (*size*) perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield* sukuk ijarah. Aisah dan Mulyo (2012) dan Hapsari (2013) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif secara signifikan terhadap *yield* obligasi. Namun penelitian yang dilakukan oleh Purwanti dan Wida (2017) menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap imbal hasil obligasi.

Selain ukuran perusahaan, investor juga dapat menilai kinerja perusahaan melalui tingkat efisiensi operasional perusahaan. Efisiensi operasional perusahaan merupakan suatu ukuran yang dinilai dari segi besarnya sumber biaya yang digunakan untuk mencapai hasil tertentu. Suatu perusahaan dapat dikatakan efisiensi apabila menggunakan jumlah unit yang lebih sedikit bila dibandingkan dengan jumlah unit input yang digunakan perusahaan lain untuk menghasilkan output yang sama, atau menggunakan unit input yang sama, dapat menghasilkan jumlah output yang lebih besar (Ernawati, 2015). Al-quran telah mengatur bahwa, setiap penggunaan sumber daya harus dilakukan dengan efisien, karena kelebihan dalam penggunaan sumber daya sama halnya dengan pemborosan dan ini bertentangan dengan islam. Islam memerintahkan investasi yang efisien dengan hasil yang maksimum (Nafik, 2009) seperti dalam Q.S. *Al-Isra* (17) ayat 26 – 27 yang artinya :

“26. Dan berikanlah kepada keluarga-keluarga yang dekat akan haknya, kepada orang miskin dan orang yang dalam perjalanan dan janganlah kamu menghambur-hamburkan (hartamu) secara boros.”

“27. Sesungguhnya pemboros-pemboros itu adalah saudara-saudara setan dan setan itu adalah sangat ingkar kepada Tuhan-Nya”.

Dalam penelitian ini, variabel efisiensi operasional diproksikan dengan menggunakan rasio biaya operasional dengan pendapatan operasional (BOPO). Menurut Ernawati (2015) semakin kecil rasio BOPO maka semakin efisien biaya operasional yang dikeluarkan oleh perusahaan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Ernawati dan Ahmad (2015) menyatakan bahwa efisiensi yang diproksikan dengan BOPO berpengaruh positif terhadap *yield* sukuk *mudharabah*.

Sukuk merupakan sekuritas yang berprinsip syariah islam, artinya sukuk dalam operasinya mengikuti ketentuan-ketentuan syariah islam (Manan, 2012). Variabel ketiga dalam penelitian ini adalah Syariah *compliance*, yang merupakan ketentuan-ketentuan yang dikeluarkan oleh Dewan Syariah Nasional yang merumuskan kriteria-kriteria minimal untuk sebuah efek syariah agar dapat dikatakan telah sesuai dengan syariah islam (Ernawati, 2015). Dalam penelitian ini syariah *compliance* diproksikan dengan *debt to equity ratio* (DER), karena DER merupakan ukuran yang dipakai dalam menganalisis laporan keuangan untuk memperlihatkan besarnya jaminan yang tersedia untuk kreditor (Fahmi, 2014). Selain itu, rasio DER merupakan salah satu syarat perusahaan dalam menerbitkan sukuk dengan ketentuan perbandingan total hutang terhadap ekuitas

sebanyak-banyaknya 3:1 (tiga banding satu) (Ernawati, 2015). Brigham dan Houston (2015) menambahkan bahwa perusahaan dengan rasio hutang yang relatif tinggi memiliki pengembalian yang tinggi dalam situasi perekonomian normal. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan tingkat hutang yang lebih tinggi akan cenderung memiliki risiko yang tinggi dalam pengembalian investasi.

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan Aisah dan Mulyo (2012) menyimpulkan bahwa debt to equity ratio memiliki pengaruh positif terhadap yield obligasi, namun penelitian yang dilakukan oleh Purwanti dan Wida (2017), dan Hapsari (2013) menyatakan DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap imbal hasil obligasi. Hamida (2017) DER berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield to maturity* sukuk.

Menurut Najmudin (2011) sebelum melakukan investasi pada obligasi, disarankan bagi para investor memperhatikan peringkat obligasi yaitu metode penilaian akan kemungkinan gagal bayar pada suatu obligasi. Peringkat obligasi dan sukuk di Indonesia dilakukan oleh PT Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO) dan PT Kasnic Duff dan Phelps Credit Peringkat Indonesia, peringkat yang ditetapkan berkisar dari AAA (sangat istimewa atau superior) sampai D (gagal bayar). Menurut Hamida (2015) Peringkat sukuk merupakan indikator ketepatan waktu pembayaran pokok hutang dan bagi hasil sukuk, yaitu mencerminkan skala risiko dari semua sukuk yang diperdagangkan. Melalui peringkat sukuk, investor dapat mengukur tingkat *risk and return* atas investasi dalam sebuah perusahaan.

Semakin baik peringkat yang dimiliki sukuk perusahaan, semakin rendah tingkat risiko gagal sukuk tersebut.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Hamida (2015) peringkat sukuk berpengaruh negatif terhadap *yield* sukuk. Sari dan Nyoman (2015), Fauzi dan Yahya (2017), Purwanti dan Wida (2017), Susanti dan Muhamad (2014) juga menyatakan bahwa peringkat obligasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap imbal hasil obligasi (*yield* obligasi). Namun dalam penelitian Aisah dan Mulyo (2012) menunjukkan bahwa peringkat obligasi berpengaruh positif signifikan terhadap *yield* obligasi.

Selain faktor internal, terdapat faktor eksternal perusahaan yang dapat mempengaruhi *yield* obligasi atau sukuk, faktor eksternal yang perlu diperhatikan yaitu beberapa faktor makroekonomi yang salah satunya adalah tingkat inflasi (Paisarn, 2012). Inflasi merupakan suatu keadaan dimana menurunnya nilai mata uang pada suatu negara dan naiknya barang yang berlangsung secara sistematis. Pengaruh akan inflasi pada investasi apabila inflasi yang ditetapkan tidak sesuai dengan para investor yang diharapkan akan mengakibatkan penurunan minatnya berinvestasi di kalangan investor itu sendiri, jika tingkat inflasi jauh lebih tinggi dari perolehan investasi maka investasi tersebut akan dibatalkan, dan begitu pula sebaliknya (Fahmi, 2014). Penelitian yang dilakukan oleh Rahman dan Sam'ani (2013) dan Saputra dan Prasetyono (2014) menyatakan bahwa inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap *yield* obligasi.

Penelitian ini merupakan penelitian empiris yang mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Hamida (2017), Ernawati dan Akhmad

(2015), Sari dan Nyoman (2015), Maria (2014) dan Aisah dan Mulyo (2012). Namun berbeda dengan penelitian sebelumnya, peneliti menggabungkan dari kelima penelitian tersebut dan memilih variabel Ukuran Perusahaan, Efisiensi Operasional yang diproksikan dengan BOPO, Syariah *Compliance* yang diproksikan dengan *Debt Equity Ratio (DER)*, Peringkat Sukuk dan Tingkat Inflasi sebagai variabel independen, sedangkan variabel dependen peneliti menggunakan *Yield* sukuk. Selain itu, perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah terletak pada sampel dan tahun pengamatan yang digunakan yaitu pada sukuk korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015.

Berdasarkan uraian di atas, perkembangan sukuk korporasi di Indonesia semakin menambah alternatif investasi berdasarkan syariah yang ditawarkan kepada masyarakat, sehingga peneliti tertarik dan termotivasi untuk melakukan penelitian yang berjudul “**Analisis Pengaruh Ukuran Perusahaan, Efisiensi Operasional (BOPO), Syariah *Compliance*, Peringkat Sukuk dan Tingkat Inflasi Terhadap *Yield* Sukuk di Indonesia (Studi Empiris pada Sukuk Korporasi yang terdaftar di BEI Periode 2013-2015)**”.

B. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah tersebut, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield* sukuk di Indonesia?

2. Apakah Efisiensi Operasional (BOPO) berpengaruh positif signifikan terhadap *yield* sukuk di Indonesia?
3. Apakah *Syariah Compliance* berpengaruh positif signifikan terhadap *yield* sukuk di Indonesia?
4. Apakah *Peringkat Sukuk* berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield* sukuk di Indonesia?
5. Apakah tingkat inflasi berpengaruh positif signifikan terhadap *yield* sukuk di Indonesia?

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan Rumusan masalah yang di uraikan diatas, maka tujuan penelitian yang hendak dicapai adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield* sukuk di Indonesia.
2. Untuk mengetahui efisiensi operasional (BOPO) berpengaruh positif signifikan terhadap *yield* sukuk di Indonesia.
3. Untuk mengetahui syariaah *compliance* berpengaruh positif signifikan terhadap *yield* sukuk di Indonesia.
4. Untuk mengetahui peringkat sukuk berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield* sukuk di Indonesia.
5. Untuk mengetahui tingkat inflasi berpengaruh positif signifikan terhadap *yield* sukuk di Indonesia.

D. Manfaat penelitian

1. Bagi Manajemen Perusahaan, setelah melihat dari hasil penelitian ini dapat digunakan untuk menyusun rencana investasi dan pendanaan perusahaan secara optimal
2. Bagi Investor, dapat memberikan informasi pengaruh profitabilitas, efisiensi, syariah *compliance*, peringkat sukuk dan tingkat inflasi terhadap *yield* sukuk agar menjadi bahan pertimbangan kepada investor dalam melakukan investasi khususnya pada investasi sukuk (obligasi syariah) yang sesuai prinsip syariah sehingga memberikan manfaat yang sesuai dengan harapan investor.
3. Bagi akademisi, diharapkan penelitian ini menjadi referensi dalam melakukan penelitian selanjutnya.

