

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### A. Landasan Teori

##### 1. Pasar Modal

Pasar modal adalah tempat bertemunya penawaran dan permintaan dana dan efek jangka menengah, dan jangka panjang. Pihak yang saling membutuhkan dan kepentingannya saling mengisi dalam pasar ini adalah pasar investor dan emiten. Definisi pasar modal sesuai dengan Undang-Undang Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM) adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan public yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek (Najmudin, 2011). Menurut Tandelilin (2010) pasar modal dapat diartikan sebagai pasar untuk memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun, seperti saham dan obligasi.

Menurut Manan (2012) Pasar modal memiliki peran bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus yaitu:

- a. Fungsi Ekonomi, 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.

- b. Fungsi Keuangan, Pasar modal dikatakan memiliki fungsi keuangan, karena memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbal hasil bagi pemilik dana sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih.

## 2. Pasar Modal Syariah

Adapun definisi pasar modal syariah diartikan sebagai pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah dalam kegiatan transaksinya dan terlepas dari hal yang dilarang seperti riba, perjudian, *gharar* yang berlebihan, *tadlis*, dan lain-lain. Secara umum kegiatan pasar modal syariah tidak memiliki perbedaan dengan pasar modal konvensional, namun terdapat beberapa karakteristik khusus pasar modal syariah yaitu bahwa produk dan mekanisme transaksi tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah (Najmudin, 2011). Sebagaimana tertera pada Fatwa Dewan Syariah No: 40/DSN-MUI/X/2003 larangan – larang dalam transaksi efek syariah adalah sebagai berikut:

1. Pelaksanaan transaksi harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi dan manipulasi yang

di dalamnya mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba*, *maisir*, *risywah*, maksiat dan kezhaliman.

2. Transaksi yang mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba*, *maisir*, *risywah*, maksiat dan kezhaliman sebagaimana dimaksud ayat 1 di atas meliputi:

- a. *Najsy*, yaitu melakukan penawaran palsu.
- b. *Bai'al-ma'dum*, yaitu melakukan penjualan atas barang (Efek Syariah) yang belum dimiliki (*short selling*).
- c. Insider trading, yaitu memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan atas transaksi yang dilarang.
- d. Menimbulkan informasi yang menyesatkan.
- e. Margin trading, yaitu melakukan transaksi atas efek syariah dengan fasilitas pinjaman berbasis bunga atas kewajiban penyelesaian pembelian efek syariah tersebut.
- f. *Ihtikar* (penimbunan), yaitu melakukan pembelian atau dan pengumpulan suatu efek syariah untuk menyebabkan perubahan harga efek syariah, dengan tujuan mempengaruhi pihak lain.
- g. Dan transaksi-transaks lain yang mengandung unsur-unsur diatas.

### **3. Obligasi Konvensional**

#### **a. Pengertian Obligasi Konvensional**

Obligasi adalah surat hutang yang dikeluarkan oleh emiten (dapat berupa badan hukum/perusahaan atau pemerintah) yang memerlukan dana untuk kebutuhan oerasi maupun ekspansi mereka.

Investasi pada obligasi memiliki potensial keuntungan lebih besar daripada produk perbankan. Keuntungan berinvestasi pada obligasi adalah memperoleh bunga dan kemungkinan adanya *capital gain*. Secara umum obligasi juga dapat diartikan sebagai surat hutang jangka panjang yang diterbitkan oleh suatu lembaga, dengan nominal (nilai pari/*par value*) dan waktu jatuh tempo tertentu. Penerbit obligasi bisa perusahaan swasta, BUMN atau pemerintah, baik pemerintah pusat maupun daerah (Huda dan Mustofa, 2008).

Menurut Tandelilin (2010) jika dilihat dari sudut pandang perusahaan, Obligasi perusahaan atau obligasi korporasi merupakan sekuritas yang diterbitkan oleh suatu perusahaan yang menjanjikan kepada pemegangnya pembayaran sejumlah uang tetap pada suatu tanggal jatuh tempo dimasa mendatang disertai dengan pembayaran bunga secara periodik. Jumlah tetap yang dibayar pada waktu jatuh tempo (*maturity*) merupakan pokok pinjaman (*par value* atau *face value*).

*Signaling theory* digunakan untuk menjelaskan reaksi pasar terhadap pengumuman atau naik turunnya harga dipasar seperti harga obligasi, saham, dan sebagainya sehingga akan memberikan pengaruh pada keputusan investor. Dalam penerbitan suatu obligasi berdasarkan *symmetric information model* menjelaskan bahwa *insider* perusahaan memiliki lebih banyak informasi dibanding *outsider* yang sekaligus mengembangkan *pecking order theory* atau penerbit dan keputusan investasi dibawah situasi asimetri informasi

menjelaskan bahwa harga saham jatuh pada saat perusahaan mengumumkan penerbitan saham untuk investasinya namun harga saham tidak jatuh saat perusahaan mengumumkan hutang karena *pecking order theory* perusahaan akan lebih memilih untuk menerbitkan hutang terlebih dahulu dibandingkan penerbitan saham baru.

#### **b. Karakteristik obligasi**

Secara umum, obligasi baik obligasi perusahaan maupun obligasi negara memiliki tiga karakteristik yaitu nilai nominal, kupon, dan jatuh tempo (Tandelilin, 2010).

##### 1) Nilai nominal (*nominal value / face value / par value*)

Nilai nominal menunjukkan besarnya nilai rupiah obligasi yang diterbitkan. Tidak seperti saham yang mempunyai nilai nominal kecil dalam ratusan rupiah nominal obligasi adalah besar, namun obligasi umumnya diterbitkan dalam berbagai pecahan nilai nominal kecil yang disebut denominasi.

##### 2) *Coupon* (Bunga Obligasi)

Obligasi dapat berupa *coupon bond* (Obligasi kupon) yaitu obligasi yang membayar kupon. Kupon adalah bunga yang dibayarkan oleh obligasi untuk setiap periode tertentu, umumnya tiap tengah tahun atau tahunan. Nilai kupon yang tinggi akan menarik minat investor karena dengan nilai kupon yang tinggi akan memberikan *yield* makin tinggi pula. Jika kupon obligasi tersebut cukup tinggi maka harga obligasi akan



cenderung semakin meningkat. Sebaliknya, jika tingkat kupon obligasi yang diberikan cukup kecil, maka harga obligasi tersebut akan cenderung turun karena daya tarik untuk investor atau calon pembeli obligasi tersebut sangat sedikit.

### 3) Jatuh tempo (*maturity*)

Jatuh tempo merupakan tanggal ketika pemegangnya akan menerima uang pokok pinjaman yang jumlahnya sebesar nilai nominalnya. Tanggal jatuh tempo bervariasi dari 1 tahun sampai lebih dari 10 tahun.

## 4. Obligasi Syariah (Sukuk)

Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) 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).

*The Accaounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institution* (AAOIFI) mendefinisikan sukuk sebagai sertifikat dengan nilai penyertaan yang sama, surat bukti penerimaan nilai dari sertifikat dan menempatkan nilai tersebut dalam penggunaan yang telah direncanakan. Sukuk merupakan sertifikat dengan nilai yang sama yang mewakili bagian kepemilikan yang sepenuhnya terhadap *asset tangible*,

manfaat dan jasa atau (kepemilikan dari) asset dari suatu proyek atau aktivitas investasi khusus (Huda dan Mustofa, 2008).

## 5. Perbandingan Obligasi Konvensional dengan Sukuk

Menurut Manan (2012) terdapat perbedaan dan persamaan antara obligasi konvensional dengan obligasi syariah. Obligasi konvensional merupakan surat hutang, dimana pemegangnya berhak atas bunga tetap, prinsip obligasi syariah tidak mengenal adanya hutang, tetapi mengenal adanya kewajiban yang hanya timbul akibat adanya transaksi atas asset/produk maupun jasa yang tidak tunai, sehingga terjadi transaksi pembiayaan. Obligasi syariah lebih menyertakan dana yang didasarkan pada prinsip bagi hasil. Transaksi bukan akad hutang piutang melainkan penyertaan. Obligasi jenis ini dinamakan Muqaradhadh bond atau dengan nama lain mudharabah.

Manan (2012) juga mengatakan dalam harga penawaran, jatuh tempo obligasi, saat jatuh tempo, dan peringkat antara obligasi syariah dengan obligasi konvensional tidak ada perbedaannya, perbedaan hanya terdapat pada pendapatan dan *return*. Perbedaan yang mendasar antara obligasi syariah dengan obligasi konvensional terletak pada penetapan bunga yang besarnya sudah ditetapkan / ditentukan diawal transaksi dilakukan. Sedangkan pada obligasi syariah saat dilakukan transaksi (jual beli) belum ditentukan besarnya bunga, yang ditentukan adalah berapa proporsi pembagian hasil apabila mendapatkan keuntungan dimasa yang akan datang.

Perbedaan obligasi konvensional dengan obligasi syariah sapat dilihat pada Tabel 2.1 sebagai berikut:

**Tabel 2.1**  
**Perbedaan dan Persamaan Obligasi Konvensional dengan Obligasi Syariah**

keterangan	Obligasi konvensional	Obligasi syariah
Harga penawaran	100%	100%
Jatuh tempo		5 tahun
Pokok obligasi saat jatuh tempo	100%	100%
Pendapatan	Bunga	Bagi Hasil
<i>Return</i>	15,5 - 16% indikatif	15,5 – 16%
peringkat	AA+	AA+

Sumber: Manan (2012)

Manan (2012) juga mengatakan bahwa obligasi syariah lebih kompetitif dibanding obligasi konvensional karena ada beberapa sebab **pertama:** Kemungkinan perolehan dari bagi hasil pendapatan lebih tinggi dari pada obligasi konvensional. **Kedua:** Obligasi syariah aman karena untuk mendanai proyek prospektif. **Ketiga:** Bila terjadi kerugian (diluar kontrol), investor tetap memperoleh aktiva. **Keempat:** Terobosan paradigma, bukan lagi surat hutang, tetapi surat investasi.

## 6. Jenis-Jenis Sukuk

Menurut Manan (2012) ada beberapa jenis obligasi syariah atau sukuk yaitu sebagai berikut:

### a. Sukuk Mudharabah

Sukuk mudharabah merupakan sertifikasi yang mewakili proyek atau kegiatan yang dikelola berdasarkan prinsip atau akad mudharabah dengan menunjuk partner atau pihak lain sebagai



*mudharib* untuk manajemen bisnis. Prinsip atau akad *mudharabah* adalah prinsip kerjasama antara pemilik modal (*shahihul maal/investor*) dengan pengelola (*mudharib/emiten*). Dalam Fatwa no. 33/DSN-MUI/X/2002 Obligasi syariah *mudharabah* adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah merupakan bagi hasil, margin atau *fee* serta membayar dana obligasi pada saat obligasi jatuh tempo.

**b. Sukuk *Ijarah***

Sukuk *Ijarah* adalah obligasi syariah yang berdasarkan akad *ijarah*. Akad *ijarah* adalah suatu jenis akad untuk mengambil manfaat dengan jalan penggantian artinya, pemilik harta memberikan hak untuk memanfaatkan objek yang di transaksikan melalui penguasaan sementara atau peminjaman objek dengan manfaat tertentu dengan membayar imbalan kepada pemilik. Sukuk *ijarah* merupakan sekuritas yang mewakili kepemilikan asset yang keadaannya jelas dan diketahui, yang melekat pada suatu kontrak sewa beli (*lease*), sewa dimana pembayaran *return* pada pemegang sukuk.

**c. Sukuk *Istisna***

Sukuk *istisna*' adalah suatu sertifikat yang melambangkan kepemilikan terhadap hutang yang diakibatkan dari pembiayaan *istisna*. Sukuk *istisna* melambangkan suatu jual beli dimana para

pihak menyepakati jual beli dalam rangka pembiayaan suatu barang atau proyek ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan.

#### **d. Sukuk Salam**

Sukuk salam adalah sukuk yang mengandung nilai sama yang diterbitkan untuk mobilisasi modal saham dan barang yang akan diserahkan berdasarkan akad salam yaitu milik dari pemegang sukuk salam. Dalam sukuk salam, investor berharap bahwa komoditi salam akan mengalami kenaikan harga pada saat tanggal jauh tempo, yang akan menjadi keuntungan efek.

### **7. Peringkat Sukuk**

Obligasi perusahaan yang diterbitkan melalui penawaran umum wajib diperingkat oleh lembaga pemeringkat yang terdaftar oleh Bapepam seperti PT Pefindo atau PT Kasnic Credit *Rating* Indonesia, peringkat suatu obligasi berentang dari idAAA (sangat istimewa atau superior) sampai dengan idD (gagal bayar). Menurut Tandelilin (2010) ada paling tidak tiga komponen utama yang digunakan oleh agen pemeringkat untuk menentukan peringkat obligasi. Pertama adalah kemampuan perusahaan penerbit untuk memenuhi kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan. Kedua adalah struktur dan berbagai ketentuan yang diatur dalam surat hutang. Ketiga adalah perlindungan yang diberlakukan mengenai posisi klaim dari pemegang surat hutang tersebut bila terjadi pembubaran/likuidasi serta hukum lainnya yang mempengaruhi hak kreditur.

Pemeringkatan sukuk sangat diperlukan untuk mencerminkan kemampuan emiten memenuhi kewajibannya pada saat jatuh tempo, dengan kualitas sukuk yang baik maka akan semakin meningkatkan minat investor untuk memilih berinvestasi pada sukuk. Menurut Tandelilin (2010) semakin dekat peringkat obligasi dengan idAAA berarti semakin bagus peringkatnya dan semakin kecil kemungkinan obligasi akan gagal dalam memenuhi kewajiban membayar bunga dan pokok pinjamannya. Ini berarti semakin tinggi peringkat obligasi, semakin rendah risiko yang dihadapi investor. Dan sebaliknya, semakin rendah peringkat obligasi, semakin tinggi risiko investor untuk mengalami hutang yang macet.

Adapun teknis pemeringkatan sukuk korporasi di Indonesia berbeda dengan pemeringkatan obligasi konvensional karena dalam sukuk pemeringkatan juga dilakukan dengan menelaah aset dasar atau *underlying asset* yang digunakan sebagai jaminan untuk pelunasan hutang. Adapun standar peringkat sukuk korporasi yang dikeluarkan pefindo adalah sebagai berikut:

**Tabel 2.2**  
**Standar Peringkat Sukuk Korporasi Menurut Pefindo**

Symbol	Arti
idAAA <sub>(sy)</sub>	Sebuah instrument pembiayaan yang berdasarkan syariah dinilai idAAA <sub>(sy)</sub> memiliki peringkat tertinggi yang diberikan oleh PEFINDO. Penerbit memiliki kapasitas superior dalam memenuhi <i>long-term financial commitment</i> berdasarkan kontrak pembiayaan syariah dibandingkan dengan penerbit yang lainnya.
idAA <sub>(sy)</sub>	Hanya berbeda tipis dengan idAAA <sub>(sy)</sub> tingkat idAA <sub>(sy)</sub> yang berarti memiliki kapasitas sangat kuat dalam

	memenuhi <i>long-term financial commitment</i> yang berdasarkan kontrak pembiayaan syariah dibandingkan penerbit yang lainnya.
idA <sub>(sy)</sub>	Memiliki kapasitas kuat dengan <i>long-term financial commitment</i> dibawah kontrak pembiayaan syariah dibandingkan dengan penerbit lainnya. Namun lebih sensitif terhadap efek yang pasif dan perubahan situasi dan kondisi ekonomi.
idBBB <sub>(sy)</sub>	Memiliki kapasitas cukup atau memadai dalam <i>long term financial commitment</i> yang berdasarakan kontrak pembiayaan syariah dibandingkan penerbit lainnya. Namun kondisi ekonomi yang merugikan atau perubahan situasi dan kondisi lingkungan akan memperlemah kapasitas penerbit.
idBB <sub>(sy)</sub>	Memiliki kapasitas agak lemah dalam <i>long term financial commitment</i> yang berdasarkan kontrak pembiayaan syariah dibandingkan dengan penerbit lainnya. penerbit menghadapi ketidakpastian atau eksposur secara terus menerus untuk melawan kondisi bisnis, keuangan dan ekonomi yang membuat kapasitas penerbit menjadi tidak memadai.
idB <sub>(sy)</sub>	Memiliki kapasitas yang lemah dalam <i>long term financial commitment</i> yang berdasarkan kontrak pembiayaan syariah di bandingkan dengan penerbit lainnya. Kondisi bisnis, keuangn dan ekonomi yang merugikan akan merusak kapasitas penerbit.
idCCC <sub>(sy)</sub>	Kondisi penerbit ini rentan terhadap non pembayaran, dan bergantung pada kondisi bisnis dan keuangan yang membantu untuk mencapai <i>financial commitmen</i> dibawah kontrak pembiayaan syariah
idD <sub>(sy)</sub>	Peringkat ini bila dalam standar pembayaran atas terjadinya pertama non pembayaran komitmen keuangan berdasarkan kontrak pembiayaan syariah. Kecuali dijamin aabila pembayaran yang tidak memnuhi pada tanggal jatuh tempo dibuat dalam masa tenggang atau dikenakan biaya non-pembayaran.
Catatan: pemeringkatan dari idAA <sub>(sy)</sub> untuk idB <sub>sy</sub> dapat dimodifikasi dengan penambahan tanda plus (+) atau minus (-) untuk menunjukkan relatif kekuatan dalam kategori peringkat.	

Sumber: PT. PEFINDO

## 8. Yield Sukuk

Pendapatan atau imbal hasil atau *return* yang akan diperoleh dari investasi obligasi dinyatakan sebagai *Yield*, yaitu hasil yang diperoleh dari menginvestasi dari sejumlah dana pada suatu obligasi (Fahmi, 2014). Menurut Tandelilin (2010) ada beberapa ukuran untuk menghitung *yield* obligasi yaitu :

1. *Nominal yield*, merupakan penghasilan bunga kupon tahunan yang dibayarkan pada pemegang obligasi.
2. *Current yield*, merupakan penghasilan bunga kupon tahunan dibagi dengan harga pasar obligasi. Menurut Manan (2012) dalam sukuk *current yield* menandakan akumulasi *fee* yang didapat selama satu periode disamping nilai riil obligasi.
3. *Yield to maturity*, merupakan keuntungan yang diperoleh oleh seorang investor dalam membeli *commercial papper* yaitu harga pasar saat ini dan selanjutnya menahan obligasi tersebut hingga waktu jatuh tempo tiba.
4. *Yield to call*, merupakan tingkat *return* yang diperoleh investor jika emiten melunasi atau membeli kembali obligasi yang telah diterbitkan sebelum jatuh tempo.
5. *Realized yield*, merupakan tingkat *return* harapan investor obligasi bila investor menjual obligasi pada waktu tertentu sebelum jatuh tempo.

*Yield* sukuk dapat diartikan sebagai jumlah hasil yang diterima oleh investor atau investasi sukuk yang dilakukan.



Persentase bagi hasilnya sudah disepakati dan ditentukan pada awal penerbitan sukuk. Untuk bagi hasilnya bervariasi, tergantung pendapatan yang diterima emiten sukuk setiap periode (Ernawati, 2015). Investor sukuk akan menghitung seberapa besar pendapatan investasi atas dana tersebut dengan menggunakan alat ukur *yield*, *yield* sukuk merupakan ukuran pendapatan sukuk yang akan diterima oleh investor, yang cenderung tidak tetap (Hamida, 2017).

Menurut Manan (2012) sebelum memutuskan untuk berinvestasi dengan sukuk, investor harus mempertimbangkan besarnya *yield* sukuk, sebagai faktor pengukur tingkat pengembalian tahunan yang akan diterima. *Yield* sukuk yang akan diterima tidak boleh mengandung unsur riba, gharar, maksiat dan hal-hal yang tidak sesuai dengan ketentuan syariah. *Yield* sukuk atas sukuk mudharabah merupakan bagi hasil dari akad mudharabah dimana hasil operasional emiten tidak boleh mengandung unsur riba didalamnya dan sedangkan *yield* atas sukuk ijarah merupakan *fee* sewa berdasarkan akad ijarah atas suatu objek yang tidak mengandung unsur yang melanggar syariah dan dipergunakan untuk suatu usaha yang juga harus sesuai dengan ketentuan syariah. Perhitungan *yield* sukuk dapat dilakukan dengan mengukur *last yield sukuk* yaitu *yield* per tahun pengamatan yang datanya dapat diperoleh dari *Indoneisa Bond Pricing Agency* (IBPA).

## 9. Ukuran Perusahaan

Menurut Brigham dan Houston (2015) Ukuran perusahaan dapat digunakan untuk mewakili karakteristik keuangan perusahaan. 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*.

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya perusahaan. Perusahaan yang besar lebih diminati daripada perusahaan kecil. Sehingga pertumbuhan perusahaan sangat mempengaruhi nilai perusahaan. Perusahaan yang besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan (Hanafi, 2015). Menurut Maria (2014) perusahaan yang memiliki total aset yang besar, maka perusahaan tersebut akan menawarkan *return* investasi yang lebih rendah atau kecil, karena perusahaan yang berskala besar atau memiliki *total asset* yang besar memiliki risiko yang kecil dibandingkan perusahaan kecil yang memiliki risiko yang besar, selain itu perusahaan yang besar memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama, lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibanding perusahaan dengan total aset yang kecil.

Berdasarkan uraian diatas maka dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan merupakan suatu indikator yang dapat menunjukkan kondisi atau karakteristik perusahaan dimana terdapat beberapa parameter yang dapat digunakan untuk menentukan ukuran (besar kecilnya) perusahaan, seperti banyaknya jumlah karyawan yang digunakan perusahaan untuk melakukan aktivitas operasi perusahaan, total penjualan perusahaan yang dicapai oleh perusahaan dalam suatu periode, jumlah aktiva yang dimiliki perusahaan dan jumlah saham yang beredar.

#### **10. Efiseinsi Operasional**

Efisiensi merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur efisiensi usaha yang dilakukan oleh bank atau untuk mengukur besarnya biaya bank yang digunakan untuk memperoleh *earning asset* (Kasmir, 2011). Nilai efisiensi dalam perusahaan dapat dilihat dari rasio biaya operasional terhadap pendapatan operasional (BOPO). Rasio biaya operasional terhadap pendapatan operasional (BOPO) sering disebut rasio efisiensi digunakan untuk mengukur kemampuan manajemen perusahaan dalam mengendalikan biaya operasional. Semakin kecil rasio ini berarti semakin efisien biaya operasional yang dikeluarkan perusahaan atau bank yang bersangkutan (Ernawati, 2015).

#### **11. Syariah Compliance**

*Syariah Compliance* (Kepatuhan syariah) merupakan manifestasi pemenuhan seluruh prinsip syariah dalam lembaga yang memiliki wujud karakteristik, integritas dan kredibilitas perusahaan (Sukardi, 2012). Menurut Ilhami (2009) kepatuhan syariah adalah syarat mutlak

yang harus dipenuhi oleh suatu lembaga keuangan yang menjalankan kegiatan usaha berdasarkan prinsip syariah. Berdasarkan peraturan bursa efek Indonesia no. I - G tahun 2008 mengenai pencatatan sukuk, terdapat berbagai syarat yang harus dipenuhi oleh perusahaan sebelum perusahaan yang bersangkutan menerbitkan sukuk. Dari syarat yang diatur oleh BEI terdapat beberapa syarat yang erat kaitannya dengan fundamental perusahaan yang bersangkutan. Syarat tersebut antara lain (Ernawati, 2015):

- a. Perusahaan yang akan menerbitkan sukuk harus telah beroperasi minimal 60 bulan berturut-turut.
- b. Memiliki rasio perbandingan total hutang terhadap ekuitas (*Debt to Equity Ratio*) sebanyak-banyaknya sebesar 3 : 1 (tiga disbanding satu), kecuali untuk sektor perbankan memiliki rasio kewajiban penyediaan modal minimum sekurang kurangnya 4 angka diatas ketentuan minimum yang ditetapkan Bank Indonesia.
- c. Menghasilkan laba usaha untuk tiga tahun terakhir.
- d. Memilik asset berwujud yang tidak menjadi jaminan hutang dengan nilai sekurang-kurangnya 125% dari jumlah sukuk yang dicatatkan berdasarkan penilaian yang dilakukan oleh lembaga penilai independen.
- e. Laporan keuangan telah diperiksa oleh akuntan publik yang terdaftar di BAPEPAM-LK untuk periode tiga tahun buku berturut-turut.
- f. Telah memperoleh peringkat sekurang-kurangnya A (single A) atau peringkat dengan symbol yang setara dari lembaga pemeringkat efek

yang terdaftar di BAPEPAM-LK atau dengan kata lain memperoleh peringkat sebagai *investment grade*.

Dalam penelitian ini syariah *compliance* di ukur dengan dengan menggunakan *Debt Equity Ratio* (DER) yaitu ukuran yang dipakai dalam menganalisis laporan keuangan untuk memperlihatkan besarnya jaminan yang tersedia untuk kreditor (Fahmi, 2014). Tingkat resiko suatu efek menjadi salah satu pertimbangan investor untuk menginvestasikan dananya. Tingkat resiko sebuah ekuitas yang diterbitkan dapat dikaitkan dengan hutang yang ditanggung perusahaan dibandingkan dengan modal yang dimiliki untuk membayar hutang tersebut sehingga dapat diukur dengan menggunakan rasio DER (Ernawati, 2015).

## 12. Tingkat Inflasi

Inflasi adalah proses kenaikan harga-harga umum secara terus-menerus. Akan tetapi bila kenaikan harga hanya dari satu atau dua barang saja tidak disebut inflasi, kecuali bila kenaikan tersebut meluas atau menyebabkan kenaikan sebagian besar dari harga barang-barang lain. Kenaikan harga-harga barang itu tidaklah harus dengan persentase yang sama. Inflasi merupakan suatu keadaan dimana menurunnya nilai mata uang pada suatu negara dan naiknya harga barang yang berlangsung secara sistematis (Fahmi dan Yovi, 2011)

Dari beberapa pendapat diatas diketahui bahwa inflasi merupakan keadaan dimana terjadi kelebihan permintaan (*Excess Demand*) terhadap barang-barang dalam perekonomian suatu negara secara



keseluruhan. Menurut Fahmi dan Yovi (2011) Inflasi dapat dibedakan menjadi 3 golongan yaitu:

**a. Inflasi berdasarkan tingkat keparahannya.**

- 1) Inflasi Ringan, yaitu inflasi yang masih belum begitu mengganggu keadaan ekonomi, inflasi ini masih mudah untuk di kendalikan. Inflasi ringan berada tidak lebih dari 10% per tahun.
- 2) Inflasi Sedang, yaitu inflasi yang belum terlalu membahayakan kegiatan ekonomi tetapi inflasi ini sudah menurunkan kesejahteraan orang – orang yang berpenghasilan tetap antara 10% sampai dengan 30% per tahun.
- 3) Inflasi Besar, yaitu inflasi yang sudah mengacaukan kondisi perekonomian, inflasi berat berkisar antara 30% sampei dengan 100% per tahun.
- 4) Inflasi sangat berat, yaitu inflasi yang sudah mengacaukan kondisi perekonomian dan sangat sulit dikendalikan. Inflasi sangat berat ini berada diatas 100% per tahun.

**b. Inflasi berdasarkan sumbernya.**

- 1) Inflasi yang bersumber dari luar negeri, yaitu inflasi yang terjadi karena adanya kenaikan barang di luar negeri. Dalam perdagangan bebas banyak negara yang saling berhubungan dalam perdagangan, jika suatu negara mengimpor barnag dari negara yanag mengalami inflasi, maka otomatis

kenaikan kenaikan harga barang tersebut akan mempengaruhi harga – harga dalam negerinyaa sehingga menimbulkan inflasi.

- 2) Inflasi yang bersumber dari dalam negeri, yaitu inflasi yang terjadi karena percetakan uang baru oleh pemerintah atau penetapan anggaran defisit.

**c. Inflasi berdasarkan penyebabnya.**

- 1) Inflasi tarikan permintaan (*Demand pull inflation*), yaitu inflasi yang terjadi sebagai akibat kenaikan permintaan barang dan jasa keseluruhan akibat perekonomian dalam keadaan *pull employment*. Inflasi ini diakibatkan permintaan yang tidak terkendali di pasar.
- 2) Inflasi dorongan biaya (*Cost plus inflation*), yaitu inflasi yang disebabkan oleh kenaikan biaya produksi, misalnya kenaikan harga bahan baku, bahan bakar atau upah. Kenaikan biaya produksi tersebut akan mengurangi jumlah barang yang ditawarkan. Akibatnya harga akan mengalami kenaikan.
- 3) Inflasi campuran, inflasi ini merupakan pencampuran inflasi dorongan biaya dan inflasi tarikan permintaan.

**B. Hasil Penelitian Terdahulu**

Beberapa peneliti telah melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *yield* sukuk dan *yield* obligasi. Hasil penelitian terdahulu dapat dilihat pada Tabel 2.3 sebagai berikut:

**Tabel 2.3**  
**Hasil Penelitian Terdahulu**

No.	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Hasil
1	Ernawati dan Ahmad (2015)	Pengaruh profitabilitas, efisiensi, dan syariah <i>compliance</i> terhadap <i>yield</i> sukuk mudharabah di Indonesia	Profitabilitas, efisiensi, syariah <i>compliance</i> , dan <i>yield</i> sukuk <i>mudharabah</i>	Variabel syariah <i>compliance</i> tidak berpengaruh terhadap <i>yield</i> sukuk mudharabah, namun variabel efisiensi berpengaruh positif terhadap <i>yield</i> sukuk mudharabah di Indonesia
2	Hamida (2017)	Pengaruh likuiditas dan <i>leverage</i> terhadap <i>yield</i> sukuk dengan peringkat sukuk sebagai variabel <i>intervening</i>	Likuiditas, <i>leverage</i> , <i>yield</i> sukuk, dan peringkat sukuk	Variabel Peringkat sukuk dan Debt to Equity Ratio (DER) berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>Yield to Maturity</i> .
3	Sari dan Nyoman (2015)	Variabel-variabel yang mempengaruhi <i>yield</i> obligasi pada perusahaan yang terdaftar di BEI	<i>Yield</i> obligasi, inflasi, tingkat suku bunga, umur obligasi, peringkat obligasi, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas	Variabel inflasi dan peringkat obligasi berpengaruh negatif terhadap <i>yield</i> sukuk.
4	Hapsari (2013)	Kajian <i>Yield to Maturity</i> (YTM) Obligasi pada perusahaan korporasi	GCG, Ukuran Perusahaan, DER, dan <i>Yield to maturity</i> obligasi	Variabel ukuran perusahaan dan DER berengaruh signifikan terhadap <i>yield</i>

				<i>to maturity</i> obligasi
5	Maria (2014)	Penerapan Good corporate governance dan pengaruhnya terhadap risiko kredit dan <i>yield</i> sukuk ijarah korporasi	<i>Corporate Governace</i> , DER, <i>Size</i> , ROE, <i>Rating</i> sukuk dan <i>yield</i> sukuk ijarah	Variabel <i>size</i> berpengaruh positif terhadap <i>yield</i> sukuk ijarah.
6	Saputra dan Prasetyono (2014)	Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi <i>yield</i> obligasi konvensional di Indonesia	BI rate, Inflasi, produk domestik bruto (PDB), peringkat obligasi dan <i>yield</i> obligasi	Variabel inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi, sedangkan variabel peringkat obligasi berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi
7	Susanti dan Muhamad (2017)	Pengaruh peringkat, likuiditas, kupon dan maturitas terhadap <i>yield</i> obligasi pada BEI periode 2013-2014	Peringkat obligasi, likuiditas, kupon, maturitas, dan <i>yield</i> obligasi	Peringkat obligasi berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi
8	Saad, Mohd, dan Norli (2016)	<i>Firm's Grown and Sustainability: The Role of Investor In Mitigation The Defult Risk of Sukuk and Conventional Bonds</i>	Kepemilikan institusional, volatilitas, masa jabatan, inflasi, ukuran penerbitan sukuk dan obligasi, PDB Malaysia. Sukuk, dan Obligasi Konvensional	Variabel inflasi tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap <i>yield</i> spread sukuk. Namun inflasi berpengaruh signifikan terhadap <i>yield</i> spread obligasi konvensional

9	Paisarn (2012)	<i>The Determinants of Thailand bond yield spread</i>	Karakteristik obligasi, Kinerja perusahaan, faktor mikroekonomi dan makroekonomi	Faktor peringkat obligasi dan tingkat inflasi berpengaruh signifikan terhadap determinan <i>yield spread</i>
10	Aisah dan Mulyo (2012)	Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi <i>yield</i> obligasi korporasi	Tingkat suku bunga, peringkat obligasi, DER, Ukuran Perusahaan, maturitas dan <i>yield</i> obligasi	Variabel peringkat obligasi dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi, namun DER tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi

### C. Kerangka Pemikiran

#### 1. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap *Yield* Sukuk

Ukuran perusahaan merupakan tolok ukur yang menunjukkan besar kecilnya suatu perusahaan. Total aset dan total penjualan yang dimiliki perusahaan biasanya digunakan sebagai acuan penetapan skala ukuran perusahaan. Semakin besar suatu perusahaan, maka aset yang dimiliki suatu perusahaan juga akan besar. Aktiva (asset) inilah yang digunakan untuk mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan dalam menggunakan dananya, baik sebagai cadangan perusahaan ataupun kelancaran dalam pemenuhan kewajiban. Oleh karena itu, perusahaan besar akan memiliki risiko yang lebih kecil dalam hal kelancaran



pemenuhan kewajibannya, baik jangka panjang maupun jangka pendek. Sehingga perusahaan dengan skala yang besar akan cenderung menawarkan pengembalian (*return*) yang rendah dengan jaminan pembayaran yang diterima investor akan lancar. Sebaliknya perusahaan dengan skala yang kecil akan menawarkan penegmbalian yang lebih besar, tujuannya untuk menarik investor untuk meminjamkan dana jangka panjang kepada penerbit. Penelitian yang dilakukan oleh Maria (2014) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *yield* sukuk ijarah. Aisah dan Mulyo (2012) dan Hapsari (2013) dalam penelitiannya menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield* obligasi. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Purwanti dan Wida (2017) ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap imbal hasil obligasi.

## **2. Pengaruh Efisiensi Terhadap *Yield* Sukuk**

Efisiensi merupakan suatu ukuran yang dinilai dari segi besarnya sumber biaya yang digunakan untuk mencapai hasil tertentu. Nilai efisiensi dalam perusahaan dapat dilihat dari rasio BOPO yaitu rasio keuangan yang membandingkan beban operasi perusahaan terhadap pendapatan operasionalnya. 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). Penelitian yang dilakukan Ernawati dan Ahmad (2015)

menunjukkan bahwa efisiensi berpengaruh positif signifikan terhadap *yield* sukuk mudharabah.

### **3. Pengaruh *Syariah Compliance* Terhadap *Yield Sukuk***

*Syariah compliance* merupakan ketaatan perusahaan dalam ketentuan-ketentuan penerbitan suatu sukuk yang sesuai dengan prinsip syariah, salah satu ukuran untuk mengukur syariah *compliance* adalah dengan rasio keuangan yaitu *debt to equity ratio* (DER) (Huda dan Mustofa, 2008). Menurut Hamida (2017) DER yang semakin besar akan mengakibatkan risiko keuangan perusahaan semakin tinggi. Dengan penggunaan hutang yang semakin besar mengakibatkan tingginya risiko perusahaan untuk tidak membayar kewajibannya. Mengakibatkan *yield* yang didapat perusahaan semakin besar. Penelitian yang dilakukan Hapsari (2013) dan Situmorang (2017) DER berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi.

### **4. Pengaruh *Peringkat Sukuk* Terhadap *Yield Sukuk***

Menurut Aisah (2012) Perusahaan-perusahaan dengan peringkat obligasi tinggi akan menawarkan *yield* yang rendah kepada para investor dan sebaliknya, perusahaan dengan peringkat yang rendah relatif akan menawarkan *yield* yang tinggi kepada para investor. Ini disebabkan karena adanya risiko *default* yang mungkin terjadi pada perusahaan yang berperingkat rendah. Penelitian Sari dan Nyoman (2015) serta Saputra dan Prasetyono (2014) menunjukkan hasil yang sama bahwa Peringkat obligasi berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield* obligasi. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Hamida (2017) menemukan hasil yang

sama bahwa peringkat sukuk berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield* sukuk. Hasil penelitian Desnitasari (2014) Peringkat obligasi berpengaruh positif signifikan terhadap *yield* obligasi.

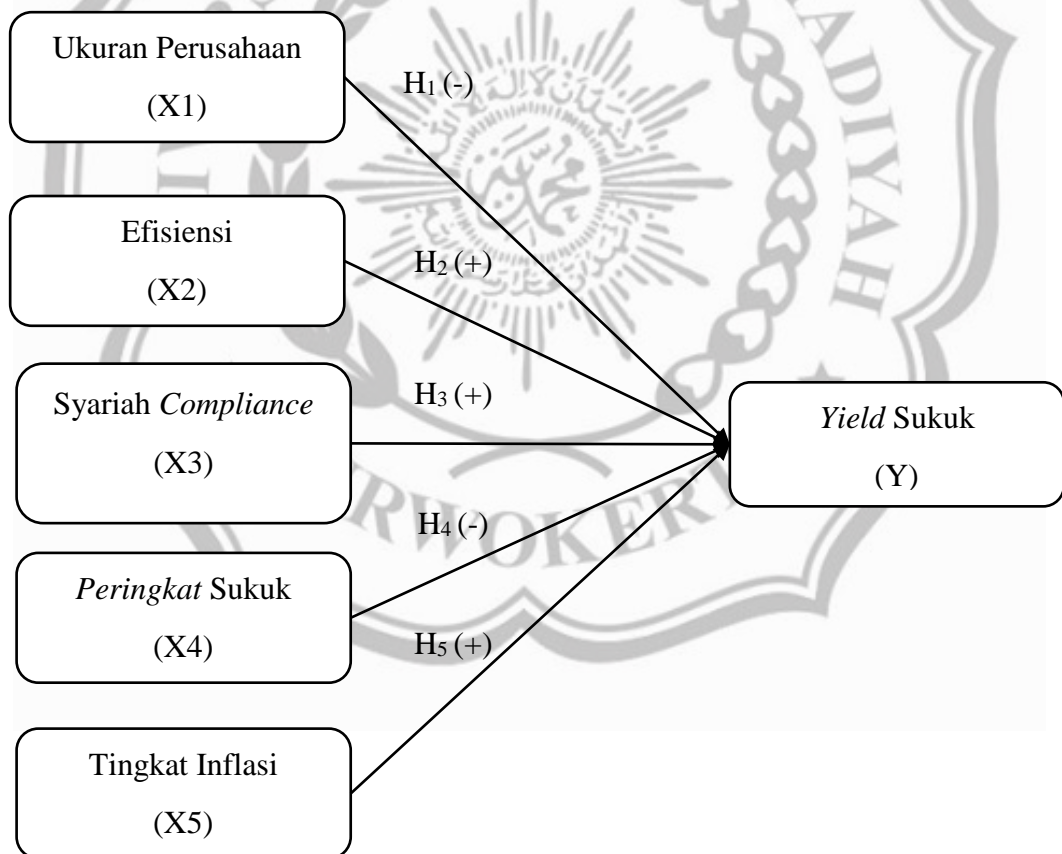
Pada logikanya pengaruh peringkat sukuk terhadap *yield* sukuk adalah sukuk merupakan ukuran pendapatan yang akan diterima oleh investor, yang cenderung bersifat tidak tetap. *Yield* perusahaan berkaitan dengan filosofi manajemen investasi, *high risk high return*. Untuk mendapat hasil tinggi risiko yang diambil pun juga tinggi. Sukuk dengan risiko kegagalan pembayaran yang lebih tinggi maka rendah pula peringkat sukuk dan semakin besar *yield* yang akan dikeluarkan oleh perusahaan. Sedangkan sukuk dengan risiko kegagalan pembayaran yang relatif rendah maka akan lebih baik peringkat perusahaan dan semakin kecil *yield* yang akan diterima perusahaan (Hamida, 2017).

##### **5. Pengaruh Tingkat Inflasi Terhadap *Yield* Sukuk**

Dalam investasi obligasi, dengan adanya kenaikan tingkat inflasi akan menyebabkan penurunan nilai riil pendapatan bunga yang diperoleh investor selama umur obligasi. Pasar obligasi umumnya akan menarik bila kondisi ekonomi cenderung menurun. Pertumbuhan ekonomi yang melambat, tingkat bunga akan cenderung turun dan harga obligasi akan naik, kondisi ekonomi yang mengalami peningkatan inflasi, suku bunga akan cenderung mengalami peningkatan yang menyebabkan harga obligasi menurun dan *yield* akan meningkat. Tingkat inflasi nantinya akan mempengaruhi harga dan *yield* obligasi. Oleh karena itu, pasar obligasi tidak menyukai adanya peningkatan

inflasi yang dapat memberikan dampak negatif terhadap nilai riil dari pendapatan tetap yang diperoleh dari obligasi (Aisah, 2012). Hal tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Saputra dan Prasetyono (2014), Rahman dan Sam'ani (2013) menemukan bahwa tingkat inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap *yield* obligasi.

Berdasarkan uraian diatas maka dapat diilustrasikan kerangka pemikiran teoritis pada Gambar 2.1 sebagai berikut :



**Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis**

#### D. Hipotesis

H<sub>1</sub> : ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield* sukuk.

H<sub>2</sub> : Efisiensi berpengaruh positif signifikan terhadap *yield* sukuk.

H<sub>3</sub> : Syariah *Compliance* berpengaruh positif signifikan terhadap *yield* sukuk.

H<sub>4</sub> : *Peringkat* Sukuk berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield* sukuk.

H<sub>5</sub> : Tingkat Inflasi berpengaruh positif signifikan terhadap *yield* sukuk

