

BAB II

LADASAN TEORI

2.1 Signaling Theory

Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena melalui informasi dasarnya dapat menyajikan keterangan dan gambaran baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup suatu perusahaan dan pihak yang terkait, serta merupakan media komunikasi antara perusahaan dengan pihak tertentu atas perkembangan perusahaan. Informasi yang lengkap, akurat, relevan, dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai analisis untuk pengambil keputusan investasi.

Oleh karena itu, *signaling theory* yang digunakan pada penelitian ini lebih menunjukkan kepada suatu tanda yang dapat ditangkap oleh para investor mengenai berbagai informasi yang lengkap, akurat, dan relevan yang masuk kedalam pasar modal misalnya melalui penerbitan obligasi syariah (*sukuk*). Tanda tersebut dapat berarti positif maupun negatif. Jika positif, maka investor akan makin tertarik untuk berinvestasi didalam pasar modal tersebut, atau sebaliknya tanda yang negatif dapat membuat investor beralih kepada investasi lain yang lebih menguntungkan.

2.2 Pasar Modal

Pasar modal (*capital market*) adalah pasar keuangan untuk dana-dana jangka panjang dan merupakan pasar yang konkret. Dana jangka panjang adalah dana yang jatuh temponya lebih dari satu tahun. Pasar modal dalam arti yang sempit adalah suatu tempat dalam pengertian fisik yang terorganisasi tempat efek-efek diperdagangkan yang disebut bursa efek. Pengertian bursa efek (*stock exchange*) adalah suatu sistem yang terorganisasi yang mempertemukan penjual dan pembeli efek yang dilakukan baik secara langsung maupun tidak langsung. Pengertian efek adalah setiap surat

berharga (*sekuritas*) yang diterbitkan oleh perusahaan, misalnya: surat pengakuan utang, surat berharga komersial (*commercial paper*), saham, obligasi, tanda bukti utang, bukti right (*right issue*), dan waran (*warrant*).

Definisi pasar modal menurut Kamus Pasar Modal dan Modal adalah pasar konkret atau abstrak yang mempertemukan pihak yang menawarkan dan memerlukan dana jangka panjang, yaitu jangka satu tahun ke atas. Umumnya yang termasuk pihak penawar adalah perusahaan asuransi, dana pensiun, bank-bank tabungan sedangkan yang termasuk peminat adalah perusahaan, pemerintah, dan masyarakat umum.

2.3 Pasar Modal Syariah

Sebagaimana tertera pada Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 40/DSN-MUI/X/2003, Pasar Modal Syariah adalah kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek yang berprinsip syariah. Efek Syariah merupakan efek sebagaimana dimaksud dalam peraturan perundang-undangan di bidang Pasar Modal adalah surat berharga yang akad, pengelolaan perusahaannya, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip Syariah yaitu yang pertama adalah pasar modal beserta seluruh mekanisme kegiatannya terutama mengenai emiten, jenis Efek yang diperdagangkan dan mekanisme perdagangannya dipandang telah sesuai dengan Syariah apabila telah memenuhi Prinsip-prinsip Syariah. Lalu prinsip kedua yaitu suatu Efek dipandang telah memenuhi prinsip-prinsip syariah apabila telah memperoleh Pernyataan Kesesuaian Syariah. Berbagai bentuk kegiatan di pasar modal memiliki tujuan untuk memperoleh keuntungan dari investasi efek yang dipilih oleh investor. Kegiatan tersebut sebenarnya dapat dikategorikan sebagai kegiatan ekonomi yang disebut dengan *muamalah*, yaitu suatu kegiatan yang mengatur tentang perjual-belian. Hal ini berarti kegiatan

muamalah di pasar modal diperbolehkan kecuali ada dalil yang melarang atau tidak membolehkannya. Adanya suatu larangan inilah yang membedakan pasar modal konvensional dengan pasar modal syariah dimana larangan-larangan dalam transaksi efek ini adalah antara lain :

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

2.4 Jenis Efek Yang Diperbolehkan Dalam Pasar Modal Syariah

Pasar modal syariah memiliki ketentuan khusus tentang efek yang diperbolehkan untuk diperjual belikan. Tidak semua jenis efek diperdagangkan dalam pasar modal syariah karena menghindari larangan yang telah ditentukan oleh prinsip syariah. Oleh karena itu diperlukan seleksi yang memadai untuk mempertimbangkan jenis efek yang dapat

diperdagangkan tersebut. Jenis-jenis efek yang diperbolehkan untuk diperdagangkan di pasar modal syariah sesuai dengan Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 40/DSN-MUI/X/2003 antara lain :

1. Efek Syariah mencakup Saham Syariah, Obligasi Syariah, Reksa Dana Syariah, Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset (KIK EBA) Syariah, dan surat berharga lainnya yang sesuai dengan Prinsip-prinsip Syariah.
2. Saham Syariah; merupakan bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang memenuhi criteria prinsip syariah, dan tidak termasuk saham yang memiliki hak- hak istimewa.
3. Obligasi Syariah; merupakan surat berharga jangka panjang berdasarkan Prinsip Syariah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang Obligasi Syariah yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang Obligasi Syariah berupa bagi hasil/*margin/fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo
4. Reksa Dana Syariah; merupakan Reksa Dana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip Syariah Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harta (*shahib al-mal/rabb al-mal*) dengan Manajer Investasi, begitu pula pengelolaan dana investasi sebagai wakil *shahib al-mal*, maupun antara Manajer Investasi sebagai wakil *shahib al-mal* dengan pengguna investasi.
5. Efek Beragun Aset Syariah; merupakan Efek yang diterbitkan oleh kontrak investasi kolektif EBA Syariah yang portofolionya terdiri dari aset keuangan berupa tagihan yang timbul dari surat berharga komersial, tagihan yang timbul di kemudian hari, jual beli pemilikan aset fisik oleh lembaga keuangan, Efek bersifat investasi yang dijamin oleh pemerintah, sarana peningkatan investasi/ arus kas serta aset keuangan setara, yang sesuai dengan Prinsip-prinsip Syariah.

6. Surat berharga komersial Syariah adalah surat pengakuan atas suatu pembiayaan dalam jangka waktu tertentu yang sesuai dengan Prinsip-prinsip syariah .pendapatan kepada pemegang Obligasi Syariah berupa bagi hasil/*margin/fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

2.5 Obligasi Syariah

Fatwa No. 33/ DSN-MUI /X/ 2002 tentang obligasi syariah dinyatakan bahwa obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil / *margin / fee* serta membayar dana obligasi pada saat jatuh tempo (Manan, 2007). *The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institution* (AAOIFI) mendefinisikan sukuk sebagai sertifikat dengan nilai penyertaan yang sama, surat bukti penerimaan nilai dari sertifikat dan menempatkan nilai tersebut dalam penggunaan yang telah direncanakan. Sukuk merupakan ungkapan umum untuk kepemilikan dan hak pada asset berwujud, barang dan jasa, maupun ekuitas pada proyek dengan aktivitas investasi khusus (Nasir, 2009). Sukuk tidak sama dengan sekuritas berbasis bunga lainnya, sukuk adalah obligasi dengan implementasi berprinsip syariah dan dalam penerbitannya harus ada unsur *underlying asset*. Sukuk memberikan *return* yang lebih rendah dibandingkan obligasi konvensional. Sukuk merupakan instrumen yang lebih likuid daripada obligasi konvensional sebagai bukti kurangnya aktivitas pasar sekunder (Fathurrahman dan Fitriati, 2013).Sukuk meniadakan keuntungan yang berasal dari bunga karena berprinsip uang tidaklah menghasilkan uang. Uang tidak memiliki fungsi lain selain sebagai alat tukar. Oleh karena itu keuntungan yang berasal dari bunga atas uang yang kita tanamkan dianggap sebagai suatu pencurian.

2.6 Sukuk

Sukuk “shak” dalam bahasa arab yang digunkan untuk obligasi yang berdasarkan prinsip syariah. Dalam fatwa nomor 32/DSN-MUI/IX/2002, Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia mendefinisikan sukuk sebagai surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariaiah yang dikelaurkan emiten kepada pemegang saham obligasi syariah yang mewajibkan emiten membayarpendapatan kepada pemegang saham obligasi sayriah berupa bagi hasil margin atau *fee*, serta membayar kembali dana obligasi saat jatuh tempo. Sukuk dapat diartikan dengan efeksyariaiah beerupa sertifiikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian pernyataan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi.

Ada beberapa prosedur yang harus dilaksanakan dalam proses penerbitan *sukuk* yang tidak jauh berbeda dengan prosedur penerbitan obligasi secara umum. Karakteristik obligasi syariah menurut Rahardjo (dalam Sudaryanti *et al.*, 2011) adalah:

1. Obligasi syariah menekankan pendapatan investasi bukan berdasarkan kepada tingkat bunga (*coupon*) yang telah ditentukan sebelumnya. Tingkat pendapatan dalam obligasi syariah berdasarkan kepada tingkat rasio bagi hasil (*nisbah*) yang besarnya telah disepakati oleh pihak emiten dan investor
2. Dalam sistem pengawasannya selain diawasi oleh pihak Wali amanat maka mekanisme obligasi syariah juga diawasi oleh Dewan Pengawas Syariah (dibawah Majelis Ulama Indonesia) sejak dari penerbitan obligasi sampai akhir dari masa penerbitan obligasi tersebut. Dengan adanya sistem ini maka prinsip kehati-hatian dan perlindungan kepada investor obligasi syariah diharapkan bisa lebih terjamin
3. Jenis industri yang dikelola oleh emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit obligasi harus terhindar dari unsure nonhalal.

2.7 Jenis-Jenis Sukuk

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

1. Sukuk Ijarah

Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad ijarah, dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati, tanpa diikuti perpindahan kepemilikan aset. Penerbitan sukuk Ijarah biasanya dimulai dari suatu akad jual beli asset misalnya gedung atau tanah oleh pemerintah atau suatu perusahaan kepada suatu perusahaan yang ditunjuk (SPV- badan hukum yang didirikan khusus untuk penerbitan sukuk yang memiliki fungsi sebagai penerbit sukuk, menjadi *counterpart* pemerintah dalam transaksi pengalihan asset, dan bertindak sebagai wali amanat untuk mewakili kepentingan investor) untuk jangka waktu tertentu dengan janji membeli kembali setelah jangka waktu tersebut berakhir. Pemegang sukuk Ijarah akan mendapatkan keuntungan berupa *fee* (sewa) dari asset yang disewakan. Sukuk Ijarah mirip dengan mekanisme *leasing*. Di Indonesia, sukuk Ijarah memiliki peminat paling besar dibanding jenis sukuk yang lainnya.

2. Sukuk Mudharabah

Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad mudharabah, dimana satu pihak sebagai penyedia modal (*shahibul maal*) dan pihak lain sebagai penyedia tenaga dan keahlian (*mudharib*), keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan proporsi perbandingan (*nisbah*) yang disepakati sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal, sepanjang kerugian tersebut tidak ada unsur *moral hazard* (niat tidak baik dari mudharib). Kerugian atas sukuk Mudharabah yang ditanggung oleh penyedia modal adalah pengorbanan atas modal yang telah dikeluarkan dan kerugian bagi tenaga ahli adalah pengorbanan atas waktu, tenaga,

dan pikiran. Sehingga dapat dikatakan kerugian yang timbul ditanggung bersama namun terdapat perbedaan dari bentuk kerugiannya. Investasi ini memberikan hasil yang fluktuatif namun dapat diperkirakan. Oleh karena

3. **Sukuk Musyarakah**

Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad musyarakah, dimana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang sudah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.

4. **Sukuk Istisna**

Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad istisna, dimana para pihak menyepakati jual-beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek atau barang. Adapun harga, waktu penyerahan dan spesifikasi proyek/barang ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan.

5. **Sukuk Salam**

Sukuk yang dananya dibayarkan di muka dan komoditas menjadi hutang. Dana juga dalam bentuk sertifikat yang merepresentasikan hutang dan sukuk salam ini tidak dapat diperjualbelikan.

2.8 Jenis Akad Yang Digunakan Dalam Sukuk

Berbeda dengan obligasi, sukuk bukan efek berbasis hutang namun merupakan efek berbasis penyertaan. Transaksi antara investor dan penerbit sukuk bukan pinjam meminjam tetapi investor menyertakan modalnya terhadap aset yang dibiayai oleh sukuk. Dengan demikian, investor menjadi bagian dari pemilik aset. Skema penerbitan sukuk memiliki berbagai variasi

tergantung dari akad yang dipilih dan aset yang dibiayai, maka transaksi penerbitan maupun investasi sukuk diperbolehkan secara syariah selama tidak melenceng dari maksud awal penerbitan sukuk.

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

1. Pemilik harta hanya menyediakan dana atau modal secara penuh dalam suatu aset tanpa ikut campurtangan dalam pengelolaan usaha
2. Pemilik usaha memberikan jasa mengelola harta secara penuh dan mandiri dalam aset atau kegiatan usaha tertentu
3. Pengelolaan usaha tunduk atas tata cara dan ketentuan yang telah disepakati
4. Pemilik harta memberikan kepercayaan secara penuh kepada pemilik usaha dan memberikan kebebasan kepada pemilik usaha untuk menentukan jenis usaha dan pengelolaannya
5. Pemilik harta dan pemilik usaha memiliki kesepakatan dalam cara penentuan hasil usaha yang secara umum hasil usaha berupa laba akan dibagi menurut nisbah dan waktu bagi hasil sesuai dengan kesepakatan bersama
6. Risiko usaha berupa kerugian harta ditanggung sepenuhnya oleh pemilik harta dan pemilik usaha mengalami kerugian berupa tenaga, pikiran, dan

waktu dalam pengelolaan asset. Namun apabila pemilik harta merasa pemilik usaha tidak amanah dalam menjalankan pengelolaan asset maka pemilik harta dapat meminta pertanggungjawaban atas kerugian yang dialami

7. Apabila biaya variabel dari kegiatan usaha yang disepakati merupakan biaya yang sulit diduga, pemilik usaha dapat mengadakan suatu akad yang disebut akad *jai'z* untuk menanggung semua biaya tidak terduga tersebut atau menentukan batas maksimum biaya variabel yang dapat dibebankan

8. Biaya variabel yang sulit diduga tersebut merupakan bagian terbesar dari biaya dengan ketentuan bagi hasil yang mendekati praktik bagi pendapatan

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

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

1. Objek tidak hanya berupa harta fisik yang bergerak, tidak bergerak atau harta perdagangan namun dapat juga berupa jasa yang diberikan oleh manusia ataupun binatang. Hal ini jugalah yang membedakan *ijarah* dengan mekanisme *leasing*

2. Objek, manfaat yang dipinjamkan, dan nilai manfaat harus diketahui dan disepakati terlebih dahulu oleh para pihak yang melakukan perjanjian

3. Ruang lingkup pemakaian objek dan jangka waktu pemakaiannya harus dinyatakan secara spesifik
4. Pengguna manfaat atau dalam hal ini sebagai penyewa harus memberikan atau membagi hasil manfaat yang diperolehnya atas pemakaian objek tersebut dalam bentuk imbalan sewa atau upah
5. Secara umum, tata cara pembayaran sewa ditentukan menurut kinerja dari objek, tetapi dalam hal pengguna manfaat atau penyewa akan kinerja dari objek, pembayaran sewa dapat ditentukan menurut waktu pemakaian
6. Pengguna manfaat atau penyewa wajib menjaga objek *ijarah* wajib menjaga objek *ijarah* agar manfaat yang diberikan oleh objek tersebut dapat terjaga dengan baik
7. Pemberi sewa haruslah pemilik mutlak, agen dari pemilik mutlak, penjaga legal dari objek
8. Pemberi sewa atau pemilik objek *ijarah* dapat mengadakan suatu *akad jai'z* untuk menjual atau menghibahkan objek *ijarah* kepada pengguna manfaat atau penyewa berdasarkan ketentuan tertentu pada akhir dari masa sewa
9. Tidak diperbolehkan untuk mengadakan akad *ijarah* dan akad jual beli secara sekaligus pada waktu yang bersamaan karena akan menimbulkan keraguan akan keberlakuan akad

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

sukuk. Sukuk korporasi di Indonesia yang berbasis *ijarah* diterbitkan pertama kali pada tahun 2004 sedangkan sukuk berbasis *mudharabah* pertama kali diterbitkan pada tahun 2002. Selain akad *mudharabah* dan *ijarah*, berdasarkan UU No. 19 Tahun 2008 tentang Sertifikat Berharga Syariah Negara, di Indonesia akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk negara bukan hanya akad *mudharabah* dan *ijarah* saja tetapi dapat juga menggunakan akad *istisna* dan akad *musyarakah*. Akad *istisna* biasanya digunakan untuk pembiayaan proyek pemerintah yang pekerjaannya dilakukan secara bertahap. Akad *musyarakah* menggunakan ilustrasi yang sama dengan akad *mudharabah* yaitu berbasis kerjasama yang hakikatnya adalah ikatan penggabungan atau pencampuran antara para pihak yang bersama-sama menjadi pemilik usaha. Ketentuan akad *musyarakah* adalah sebagai berikut:

1. Para pihak semuanya memberikan kontribusi dalam berbagai bentuk seperti modal, harta, pinjaman harta, maupun tenaga, sehingga tidak ada satu pihak yang menjadi pemilik harta atau pemilik kegiatan usaha secara penuh
2. Persetujuan para pihak untuk berhubungan dalam satu kerjasama atau usaha tertentu dengan jangka waktu yang disepakati dan setiap pihak dapat mengalihkan penyertaannya atau digantikan oleh pihak lain
3. Penyertaan atau kontribusi dapat diberikan secara tunai atau ditangguhkan hingga saat yang ditentukan, penyertaan dapat pula berupa barang maupun jasa termasuk juga *goodwill*
4. Penilaian atas penyertaan yang diberikan oleh para pihak umumnya disesuaikan dengan harga pasar dan dalam hal ini uang adalah media yang digunakan sebagai alat ukur nilai
5. Pembagian keuntungan dilakukan berdasarkan kesepakatan para pihak dan umumnya sesuai dengan fungsi dari jumlah penyertaan yang diberikan oleh masing-masing pihak yang terlibat

6. Kerjasama usaha dapat berakhir apabila ada pihak-pihak yang mengundurkan diri atau meninggal dunia

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

2.9 Nilai Sukuk

Pertumbuhan pesat sukuk pada beberapa tahun terakhir menyebabkan terjadinya *excess demand* dan *limited supply* terhadap *sukuk*. Pertumbuhan *sukuk* tidak hanya terjadi di Negaradengan mayoritas muslim namun juga menjadi fenomena global di negara lain seperti Amerika, Inggris, Prancis, Korea dan Jepang.

Untuk di Indonesia yang notabene adalah negara dengan mayoritas beragama Islam, keberadaan *sukuk* layaknya seperti angin segar bagi para investor yang ingin menanamkan investasinya tanpa takut terdapat unsur *riba* dalam prosesnya. *Sukuk* meniadakan penghasilan atas bunga dan menggantinya dengan *profit* dan *loss sharing*. Nilai *sukuk* dapat ditentukan dengan mengukur nilai *sukuk to equity ratio*. Dengan cara menghitung nilai nominal *sukuk* dibagi dengan total ekuitas perusahaan.

Perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (*sukuk*) diantaranya adalah PT Mayora Indah Tbk, PT Perusahaan Listrik Negara dan PT Indosat Tbk. Yang tidak hanya menerbitkan obligasi konvensional saja hal tersebut dilakukan untuk menarik minat investor dalam kelas atau golongan tertentu untuk membantu menjadi salah satu sumber dana perusahaan.

Nilai *sukuk* yang diterbitkan di Indonesia meskipun telah mengalami pertumbuhan yang pesat, nyatanya masih jauh berada dibawah obligasi konvensional. Hal ini disebabkan karena dalam menerbitkan *sukuk* korporasi

terdapat proses yang lebih rumit dan panjang dibandingkan penerbitan obligasi konvensional karena harus menyesuaikan diri dengan prinsip syariah. Nilai *sukuk* merupakan porsi *sukuk* yang diterbitkan dari keseluruhan ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan. Ekuitas perusahaan dapat diartikan sebagai modal atau kekayaan entitas (perusahaan), yang terdiri dari selisih jumlah aktiva dikurangi dengan pasiva (kewajiban).

$$\text{Nilai sukuk} = \frac{\text{porsi sukuk yang diterbitkan} \times 100\%}{\text{Total ekuitas perusahaan}}$$

2.10 Rating Sukuk

Rating atau peringkat obligasi dikeluarkan oleh lembaga yang secara khusus bertugas memberikan peringkat atas semua obligasi yang diterbitkan perusahaan. Semua obligasi yang diterbitkan wajib diberi peringkat sedemikian agar investor dapat mengukur atau memperkirakan seberapa besar risiko yang akan dihadapi dengan membeli obligasi tertentu (Darmadji dan Fakhruddin, 2006).

Untuk pasar modal Indonesia, perusahaan yang bergerak dalam pemberian peringkat suatu obligasi salah satunya adalah PT Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo). Peringkat obligasi hanya menjadi acuan bagi investor berdasarkan faktor-faktor risiko yang relevan dalam menilai suatu obligasi tetapi tidak menjamin ketika suatu obligasi dengan peringkat AAA akan berjalan lancar. Peringkat obligasi memberikan analisis tentang kelayakan kredit perusahaan sehingga dapat digunakan untuk berbagai macam tujuan finansial dan komersial, seperti negosiasi *leasing* jangka panjang atau meminimalisasi *letter of credit* untuk *vendor*. Selain itu, perusahaan dapat memilih untuk menerbitkan peringkat yang didapatkan pada publik atau merahasiakannya (Ong, 2002).

Peringkat obligasi penting karena obligasi dengan peringkat yang rendah biasanya memiliki biaya bunga yang lebih tinggi (Ross *et al*, 2008).Perusahaan-perusahaan umumnya berusaha untuk mempertahankan peringkat obligasi yang dimilikinya karena menguntungkan bagi perusahaan.Beberapa keuntungan yang diperoleh adalah kemampuan untuk menerbitkan *commercial papj* jalan masuk ke pasar modal dan investor, dan hubungan yang lebih baik dengan pihak ketiga.

Keuntungan-keuntungan yang diperoleh tersebut mendorong perusahaan untuk mempertahankan peringkat obligasinya dengan mengurangi penggunaan hutang pada saat menjelang penerbitan peringkat obligasi.Penggunaan hutang yang lebih sedikit dapat mencegah penurunan peringkat obligasi dan mendorong peningkatan peringkat obligasi tersebut (Kisgen, 2006).

Suatu *rating* terdiri dari dua bagian yaitu *rating* dan *outlook*.*Rating* adalah kemampuan membayara hutang sedangkan *outlook* adalah pandangan dari perusahaan pemeringkat, apakah rating akan naik, turun, atau tetap pada periode penilaian berikutnya. *Rating* terdiri dari dua yaitu 3 huruf yang disertai dengan tanda atau angka tergantung perusahaan pemeringkat. Sebagai contoh urutan dari yang paling tinggi hingga yang paling rendah secara adalah sebagai berikut:

1. *Investment Grade*, merupakan kategori dimana suatu perusahaan atau negara dianggap memiliki kemampuan yang cukup dalam melunasi hutangnya.

a. AAA atau Aaa

b. AA+, AA dan AA- atau Aa1, Aa2, dan Aa3

c. A+, A, dan A- atau A1, A2, dan A3

d. BBB+, BBB, dan BBB- atau Baa1, Baa2, dan Baa3

2. *Non Investment Grade*, merupakan kategori dimana suatu perusahaan atau negara dianggap memiliki kemampuan yang meragukan dalam memenuhi kewajibannya.

- a. BB+, BB, dan BB- atau Ba1, Ba2, dan Ba3
- b. B+, B, dan B- atau B1, B2, dan B3
- c. CCC+, CCC, dan CCC- atau Caa1, Caa2, dan Caa3
- d. CC+, CC, dan CC- atau Ca1, Ca2, dan Ca3
- e. C+, C, dan C- atau C1, C2, dan C3
- f. Default

Tabel.2.1

Level Dan Penilaian Rating Oleh PT Pefindo

AAA	Obligasi dengan peringkat tertinggi dari Pefindo yang didukung oleh kemampuan obligor yang superior relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjang sesuai dengan yang diperjanjikan
AA	Obligasi memiliki kualitas kredit sedikit di bawah peringkat tertinggi, didukung oleh kemampuan obligor yang sangat kuat untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan relatif dibandingkan dengan entitas lainnya.
A	Obligasi memiliki dukungan kemampuan obligor yang kuat dibandingkan dengan entitas lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan, namun cukup peka terhadap

	perubahan yang merugikan
BBB	Obligasi didukung oleh kemampuan obligor yang relatif memadai dibandingkan dengan entitas lainnya untuk memenuhi kebutuhan finansial, namun kebutuhan tersebut dapat diperlemah oleh perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan
BB	Obligasi menunjukkan dukungan kemampuan obligor yang relatif agak lemah dibandingkan dengan entitas lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan, serta peka terhadap keadaan bisnis dan perekonomian yang tidak menentu
B	Obligasi menunjukkan parameter perlindungan yang sangat lemah. Walaupun obligornya masih memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya, namun adanya perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan akan memperburuk kemampuan obligor untuk memenuhi kewajiban finansialnya.
CCC	Obligasi menunjukkan efek hutang yang tidak mampu lagi memenuhi kewajiban finansialnya, serta hanya bergantung pada perbaikan keadaan eksternal
D	Obligasi ini menandakan efek hutang yang macet. Perusahaan penerbit sudah berhenti berusaha

Sumber:PT Pefindo

2.11 Resiko Sukuk

Risiko dapat diartikan sebagai suatu ketidakpastian (volatilitas) dari hasil yang didapatkan, dimana hasil tersebut dapat mencerminkan nilai dari suatu aset, ekuitas, atau pendapatan. Perusahaan mempunyai beberapa tipe risiko, dimana risiko tersebut dapat diklasifikasikan menjadi lebih luas sebagai risiko bisnis (*business risk*) dan risiko finansial (*financial risk*). Sekuritas dalam kenyataannya juga tidak terlepas dari paparan risiko, dimana sukuk dipercaya sebagai suatu sekuritas dengan tingkat risiko yang lebih rendah dibandingkan obligasi konvensional karena pendanaan untuk proyek prospektif dan terdapat *underlying asset* (Manan, 2007). Namun, menurut Godlewski, Turk-Arriss, dan Weill (2011), perusahaan yang menerbitkan sukuk akan menghadapi risiko finansial dan operasional yang lebih tinggi dibanding perusahaan yang menerbitkan obligasi konvensional.

Sukuk memiliki pertumbuhan yang cepat dan pesat sehingga diharapkan terdapat lebih banyak manfaat sukuk dibanding obligasi konvensional. Manfaat-manfaat tersebut antara lain adalah sukuk telah dihargai secara kompetitif terhadap obligasi konvensional, sukuk secara umum memiliki risiko yang lebih baik, dan sukuk dapat diperjual belikan namun harus sesuai dengan syariah Islam. Dimana diantara manfaat-manfaat tersebut terdapat manfaat yang paling menarik yaitu sukuk memiliki tingkat risiko yang lebih baik.

Risiko sukuk dalam penelitian ini akan menggunakan metode *Value at Risk* dan menggunakan komponen rata-rata *yield* dengan standar deviasi selama periode pengamatan. Dengan menggunakan perhitungan Standar Deviasi dan VAR

Setandar deviasi:

$$E(R) = \sum R_i / N$$

$$\sigma R^2 = \sum (R_i - E(R))^2 / (N-1)$$

$$\sigma R = (\sigma R^2)^{1/2}$$

VAR:

$$\frac{\sum (x-x)^2}{(n-1)}$$

2.12 Last Yield Sukuk

Yield Sukuk merupakan ukuran pengembalian yang akan diterima investor sukuk yang cenderung bersifat tidak tetap, tergantung pada perjanjian atas *fee* dan bagi hasil yang telah ditetapkan pada akad saat pertama kali. Sebelum memutuskan untuk berinvestasi dengan sukuk, investor harus mempertimbangkan besarnya *yield sukuk*, sebagai faktor pengukur tingkat pengembalian tahunan yang akan diterima. *Yield sukuk* yang akan diterima tidak boleh mengandung unsure *riba, gharar, maksiat* dan hal-hal yang tidak sesuai dengan ketentuan syariah.

Perhitungan *yield sukuk* dapat dilakukan dengan mengukur *last yield sukuk* yaitu *yield* per tahun pengamatan yang datanya dapat diperoleh dari IBPA dengan mengukur *current Last yield sukuk* menghitung pendapatan atas sukuk pada akhir periode atau per akhir tahun.

1. *Current yield* adalah *yield* yang dihitung berdasarkan jumlah kupon yang diterima selama satu tahun terhadap harga obligasi tersebut *current yield* adalah sama dengan bunga tahunan harga obligasi, dalam sukuk *current yield* menandakan akumulasi *fee* yang didapat selama satu periode disamping nilai *rill* obligasi, *current yield* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{CY approximation} = \frac{\text{Cupon} \times 100\%}{\text{Harga pasar}}$$

2.13 Penelitian Terdahulu

Table 2.2

No	Judul	Nama	Variabel	metode	hasil
1	Perbandingan Tingkat Yield to Maturity (YTM) dan Risiko Pasar pada Sukuk Ijarah dan Sukuk Mudharabah	cut yulia fonna evi mutia,2013	YTM=XI RSP=X2 SUKUK=Y	Uji bedaT- test	<p>Terdapat perbedaan yang signifikan antara tingkat yield sukuk <i>Ijarah</i> dan sukuk <i>Mudharabah</i> berdasarkan <i>Yield to Maturity</i>, dengan tingkat sig. (p-value) lebih kecil dari 5% (0,028<0,05).</p> <p>2. Terdapat perbedaan yang signifikan antara tingkat risiko pasar sukuk <i>Ijarah</i> dan sukuk <i>Mudharabah</i> berdasarkan metode VAR, dengan tingkat sig. (p-value) lebih kecil dari 5% (0,020</p>

					<0,05).	
2	Analisis Faktor - Faktor Yang Mempengaruhi <i>Yield</i> Obligasi	windy fauzani	Tingkat Suku Bunga (TSB) = x_1 Peringkat Obligasi (PO) = x_2 Maturitas (MTR) = x_3 Profitabilitas (PR) = x_4 <i>Yield</i> Obligasi (YTM) = y	Regresi Berganda	Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel tingkat suku bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi, variabel peringkat obligasi berpengaruh negatif dan tidak signifikan. Sedangkan variabel maturitas dan variabel profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi.	

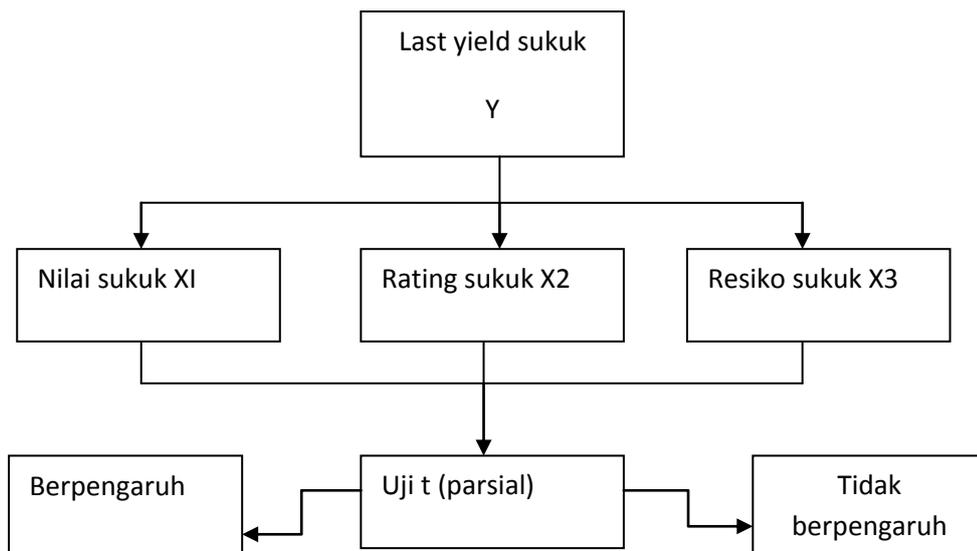
					Secara simultan, variabel independen mempunyai pengaruh yang kuat terhadap variabel dependen	
3	Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Yield Obligasi Konvensional Di Indonesia	tiyas ardian saputra	Bi rate=x1 Inflasi=x2 Pdb=x3 Peringkat=x4 Yield obligasi=y	regresi linier berganda	hasil analisis data dan pembahasan yang sudah diuraikan dapat ditarik kesimpulan bahwa variabel BI <i>rate</i> dan Inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi sedangkan PDB dan Peringkat Obligasi berpengaruh negatif dan	

					<p>signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi.</p> <p>Kemudian, penelitian ini juga menunjukkan <i>BI rate</i>, Inflasi, PDB, dan Peringkat Obligasi secara bersama-sama mempunyai pengaruh signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi.</p>	
4	<p>Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi <i>Yield</i> Surat Berharga Syariah Negara <i>Ijarah Fixed Rate</i> (Sbsn Ifr)</p>	<p>Tri indah fadila rahma</p>	<p>INF=X1 SBI=X2 NTR=X3 GDP=X4 BBS=X5 IFR=Y</p>	<p>analisis regresi linier</p>	<p>hasil analisis regresi linier berganda menunjukkan bahwa secara simultan variabel inflasi, suku bunga SBI, nilai tukar rupiah, GDP dan bagi hasil bank syariah berpengaruh</p>	

					terhadap <i>yield</i> SBSN <i>Ijarah Fixed Rate</i> (IFR) dan secara bersama-sama mempengaruhi <i>yield</i> SBSN <i>Ijarah Fixed Rate</i> (IFR)	
5	Analisis Pengaruh Nilai Sukuk, Rating Sukuk, Dan Risiko Sukuk Terhadap <i>Last Yield</i> Sukuk	Dheni Saraswati Almara	Nilai sukuk= x_1 Rating sukuk= x_2 Resiko sukuk= x_3 Last <i>yield</i> sukuk= y	analisis regresi linier berganda	Dari hasil analisis dalam penelitian ini menunjukkan nilai sukuk memiliki koefisien korelasi negatif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap sukuk hasil akhir, peringkat sukuk memiliki koefisien korelasi positif dan tidak	

					berpengaruh signifikan terhadap sukuk hasil akhir, dan risiko sukuk memiliki koefisien korelasi negatif dan berpengaruh signifikan terhadap sukuk hasil akhir.	
--	--	--	--	--	--	--

2.14 Kerangka Pikir



2.15 Pengembangan Hipotesis

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

H1:diduga nilai sukuk berpengaruh signifikan terhadap last yield sukuk

H2:diduga rating sukuk berpengaruh signifikan terhadap last yield sukuk

H3:diduga resiko sukuk berpengaruh signifikan terhadap last yield suku