

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 *Signalling theory* (Teori Sinyal)

Signalling theory adalah teori yang membahas tentang naik turunnya harga di pasar seperti harga saham, obligasi dan sebagainya, sehingga akan memberi pengaruh pada keputusan investor. Tanggapan para investor terhadap sinyal positif dan negatif adalah sangat mempengaruhi kondisi pasar, mereka akan bereaksi dengan berbagai cara dalam menanggapi sinyal tersebut, seperti memburu obligasi yang dijual atau melakukan tindakan dalam bentuk tidak beraksi seperti “*wait and see*” atau tunggu dan lihat dulu perkembangan yang ada baru mengambil tindakan dan untuk dipahami keputusan *wait and see* bukan sesuatu yang tidak baik atau salah namun itu dilihat sebagai reaksi investor untuk menghindari timbulnya risiko yang lebih besar karena faktor pasar yang belum memberi keuntungan atau berpihak kepadanya (Fahmi, 2014:21).

Teori sinyal menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan sebagai acuan untuk melakukan keputusan investasi. Teori sinyal dalam penelitian ini yaitu emiten akan memperhatikan bagaimana reaksi investor terhadap informasi yang telah diterbitkan terkait dengan sukuk (Asrori, 2014).

2.2 Pasar Modal Syariah

Pasar modal adalah pasar untuk berbagai instrumen keuangan atau sekuritas dengan waktu jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang maupun modal, baik yang diterbitkan oleh pemerintah dan perusahaan swasta. Dana jangka panjang yang berbentuk hutang biasanya menjadi instrumen obligasi (*bond*), sedangkan dana jangka panjang yang merupakan dana modal akan menjadi saham biasa (*common stock*) maupun saham preferen (*preference stock*) (Husnan, 2014).

Pada dasarnya pasar modal ialah semua surat berharga (*efek*) yang umum diperjual-belikan melalui pasar modal. Efek adalah setiap surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, sekuritas kredit, tanda bukti utang, *right, warrants*, opsi atau setiap derivatif dari efek atau setiap instrumen yang ditetapkan oleh Bapepam LK sebagai efek, sedangkan pasar modal syariah secara khusus memperjual-belikan efek syariah, efek syariah adalah efek yang akad, pengelolaan perusahaan, maupun cara perbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah yang didasarkan atas ajaran islam yang penetapannya dilakukan oleh DSN-MUI dalam bentuk fatwa. Secara umum ketentuan penerbitan efek syariah haruslah sesuai dengan prinsip syariah dipasar modal. Prinsip-prinsip syariah dipasar modal adalah prinsip-prinsip hukum islam didalam kegiatan dibidang pasar modal berdasarkan Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) yang ditetapkan dalam peraturan Bapepam dan LK maupun fatwa DSN-MUI yang telah diterbitkan sebelum ditetapkannya peraturan Bapepam dan LK (Soemitra, 2014:158-159).

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 memperbolehkannya dengan Syariah apabila telah memenuhi Prinsip-prinsip Syariah. 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.

Berikut tabel transaksi-transaksi yang dilarang sukuk:

Tabel 2.1 Transaksi Yang Dilarang

| No | Pelaksanaan Transaksi | Keterangan |
|----|--------------------------------|---|
| 1 | <i>Najsy</i> | Melakukan penawaran palsu |
| 2 | <i>Bai'al-ma'dum</i> | melakukan penjualan atas barang (Efek Syariah) yang belum dimiliki (<i>short selling</i>) |
| 3 | <i>Insider trading,</i> | memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan atas transaksi yang dilarang |
| 4 | <i>Margin trading</i> | melakukan transaksi atas Efek Syariah dengan fasilitas pinjaman berbasis bunga atas kewajiban penyelesaian pembelian Efek Syariah |
| 5 | <i>Ihtikar</i> (penimbunan) | melakukan pembelian atau dan pengumpulan suatu Efek Syariah untuk menyebabkan perubahan harga Efek Syariah, dengan tujuan mempengaruhi Pihak lain |

Sumber: Soemitra (2014)

Setiap investor yang menginvestasikan dananya di pasar modal baik itu investor sukuk mudharabah maupun sukuk ijarah pasti memiliki harapan dan keinginan untuk memperoleh keuntungan yang berupa tingkat pengembalian atau *return*. Namun, suatu *return* yang diharapkan tidak terlepas dari risiko investasi itu sendiri, risiko yang dihadapi yaitu risiko pasar dan risiko likuiditas (Soemitra, 2014: 157). Pasar modal merupakan faktor terpenting yang harus digunakan oleh investor sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan pembelian sukuk sebagai instrument investasinya yaitu *yield to maturity, current yield dan yield to call* (Hartono, 2014: 221).

Saham syariah atau *stocks* adalah surat bukti atau tanda bukti kepemilikan bagian modal pada suatu perusahaan terbatas. Dengan demikian pemilik

saham merupakan pemilik perusahaan, semakin besar saham yang dimilikinya, maka semakin besar pula kekuasaannya di perusahaan tersebut. Keuntungan yang diperoleh dari saham dikenal dengan nama deviden. Pembagian deviden ditetapkan pada penutupan laporan keuangan berdasarkan RUPS ialah organ perseroan terbatas yang memiliki kewenangan eksklusif yang tidak diberikan kepada direksi, ditentukan berapa deviden yang dibagi dan laba ditahan. Saham merupakan surat berharga yang mempresentasikan penyertaan modal kedalam suatu perusahaan, atau sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan yang diterbitkan oleh emiten yang kegiatan usaha maupun cara pengelolannya tidak bertentangan dengan prinsip syariah (Soemitra, 2014: 137).

Nilai pasar merupakan harga saham yang terjadi di pasar bursa dan ditentukan oleh pelaku pasar pada saat tertentu. Harga suatu saham dapat ditentukan menurut hukum permintaan dan penawaran, bertemunya titik permintaan dan penawaran saham akan membentuk sebuah titik *ekuilibrium* yang merupakan hasil kesepakatan antara pelaku pasar sehingga menghasilkan nilai pasar suatu saham yang telah disepakati. Untuk menarik minat investor, perusahaan harus menunjukkan prospek cerah dari investasi yang akan mereka tanamkan, oleh karena itu manajemen harus menjelaskan kondisi perusahaan secara menyeluruh sebelum menawarkan sahamnya. Hal ini dilakukan dengan menerbitkan prospektus perusahaan yang di dalamnya terdapat informasi menyeluruh tentang perusahaan mulai dari penawaran umum, kegiatan dan prospek perusahaan, laporan keuangan lengkap hingga penyebarluasan prospektus dan formulir pemesanan saham. Risiko pasar timbul, apabila pasar bergairah (*bullish*) umumnya hampir semua harga saham dan obligasi di bursa efek mengalami kenaikan. Sebaliknya pasar lesu (*bearish*), saham-saham dan obligasi akan ikut pula mengalami penurunan. Perubahan psikologi pasar dapat menyebabkan harga-harga surat berharga anjlok terlepas dari adanya perubahan fundamental atas

kemampuan perolehan laba perusahaan, sedangkan risiko likuiditas ini berkaitan dengan kemampuan suatu surat berharga untuk dapat segera diperjualbelikan dengan tanpa mengalami kerugian yang berarti dalam (Soemitra, 2014: 158-159).

Selain risiko pasar, terdapat pula risiko likuiditas. Risiko likuiditas merupakan bentuk risiko yang dialami oleh suatu perusahaan karena ketidakmampuannya dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, sehingga manajemen perusahaan selalu menjaga kondisi likuiditas perusahaan yang sehat dan terpenuhi secara tepat waktu, ini dilakukan dengan maksud untuk memberi reaksi kepada para calon investor dan pemegang obligasi bahwa kondisi perusahaan selalu berada dalam kondisi yang aman dan stabil, yang otomatis maka harga saham dan obligasi perusahaan juga cenderung stabil dan bahkan diharapkan terus mengalami kenaikan (Fahmi, 2014: 64). Sebaliknya, ketika risiko suatu investasi kecil maka *return* yang didapatkan pun akan kecil. Diversifikasi dapat dilakukan untuk mengurangi risiko, karena setiap instrumen yang berbeda, maka berbeda juga risiko dan *return* yang di dapatkan. Tingkat *return* yang di dapatkan oleh investor pada masing-masing sukuk adalah berbeda sesuai dengan akad yang telah disepakati (Almara, 2015).

Investor perlu mengetahui kesehatan perusahaan melalui perbandingan antara modal sendiri dan modal pinjaman. Jika modal sendiri lebih besar daripada modal pinjaman, maka perusahaan itu sehat dan tidak mudah bangkrut. Jadi investor harus selalu mengikuti perkembangan rasio ekuitas terhadap utang. Setiap investor yang menginvestasikan dananya di pasar modal baik itu investor sukuk mudharabah maupun sukuk ijarah pasti memiliki harapan dan keinginan untuk memperoleh keuntungan yang berupa tingkat pengembalian atau *return*. Namun, suatu *return* yang diharapkan tidak terlepas dari risiko investasi itu sendiri, risiko yang dihadapi yaitu risiko pasar dan risiko likuiditas (Soemitra, 2014: 158-159).

Di samping itu, investasi obligasi juga bisa mendapatkan *capital gain*, bila saat menjual obligasi mendapatkan harga yang lebih tinggi daripada harga pembeliannya. *Capital gain* juga bisa di peroleh jika pemegang obligasi mendapat diskon pada saat pembelian. Dana yang terhimpun disalurkan untuk mengembangkan usaha lama atau pembangunan suatu unit baru yang benar-benar berbeda dari usaha lama dalam Wasilah dan Nurhayati (2014: 356). Berikut ini adalah tabel obligasi syariah:

Tabel 2.2 Daftar Obligasi Syariah

| No | Nama Obligasi | Emiten/Penerbit | Waktu |
|----|---|--------------------------------|------------|
| 1 | Bank Bukopin Syariah Mudarabah | PT Bank Bukopin | Tahun 2003 |
| 2 | Bank Muamalat Syariah Mudarabah | PT Bank Muamalat Indonsia Tbk | Tahun 2003 |
| 3 | BSM Syariah Mudarabah | PT Bank Syariah Mandiri | Tahun 2003 |
| 4 | Cilandra Perkasa Syariah Mudarabah | PT Cilandra Perkasa | Tahun 2003 |
| 5 | Indosat syariah mudarabah | PT Indosat Tbk | Tahun 2002 |
| 6 | PTPN Syariah VII Mudarabah | PT Matahari Putra | Tahun 2004 |
| 7 | Obligasi Syariah Ijarah I Matahari Putra Prima | PT Matahari Putra | Tahun 2004 |
| 8 | Obligasi Syariah Ijarah Sona Topas Tourism Industri | PT Sona Topas Tourism Industri | Tahun 2004 |
| 9 | Berliana I Syariah Ijarah | PT Berliana Tanker | Tahun 2003 |

Sumber: Wibowo (2008)

Obligasi syariah atau biasa disebut dengan sukuk mulai berkembang di Indonesia, diawali oleh PT Indosat Tbk yang menerbitkan obligasi syariah korporasi pada tanggal 30 Oktober 2002 dengan akad mudharabah senilai 175 milyar rupiah. Namun pada saat itu belum ada regulasi yang memadai. Kerangka peraturan masih menggunakan peraturan penerbitan efek konvensional dengan tambahan dokumen pernyataan kesesuaian syariah dari DSN-MUI (Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia). Pada akhirnya diterbitkanlah fatwa DSN-MUI no 32 dan no 33 pada tahun 2002

sebagai basis penerbitan obligasi syariah. Semenjak itu, perkembangan obligasi syariah berkembang dengan pesat (Nuraini, 2015).

Adapun cara, jangka waktu dan harga di tentukan berdasarkan kesepakatan. Sukuk Negara juga mencatat perkembangan yang sangat pesat. Hingga periode 25 Agustus 2016 sebesar USD 340.57 miliar, total akumulasi penerbitan Sukuk Negara dari tahun 2008 s.d 11 Agustus 2016 telah mencapai Rp 538,91 triliun, dengan *outstanding* mencapai Rp 391,05 triliun, Sedangkan penerbitan sukuk korporasi domestik baru mencapai Rp 18.23 triliun, dengan *outstanding* Rp 10.76 triliun. Ini membuktikan bahwa sukuk telah menjadi salah satu instrumen penting dalam sistem keuangan syariah berdasarkan data yang didapatkan dari IDX (*Indonesia Stock Exchange*) tahun 2016.

Perusahaan konvensional *non bank* yang telah menerbitkan obligasi syariah ini antara lain PT. Indosat sejak 2002, PT. Matahari Putra Prima sejak 2004, PT. Indofood sejak 2004 (Manan, 2014), GE Capital, International Finance Corporation (IFC) (Godwelski, Turk-Arriss, dan Weill, 2011), sedangkan untuk negara issuer sukuk diantaranya adalah Malaysia, Indonesia, negara-negara Gulf Cooperation Council (GCC) ialah politik dan ekonomi dari enam Negara Arab Timur Tengah, yaitu: Saudi Arabia, Kuwait, Uni Emirat Arab, Qatar, Bahrain bahkan pemerintah negara-negara Eropa termasuk Inggris dan Prancis telah mengambil langkah legal untuk mengakomodasi penerbitan sukuk di negaranya. Disamping hal itu semua nilai pertumbuhan sukuk yang cukup pesat ini nyatanya masih jauh berada dibawah obligasi konvensional. Penerbitan sukuk memiliki proses yang lebih rumit dibanding dengan obligasi konvensional karena harus mengikuti prinsip syariah yang telah ditentukan. Hal ini mengingatkan masyarakat masih cukup awam dengan keberadaan sukuk di Indonesia dibanding dengan obligasi konvensional yang telah eksis di Indonesia jauh sebelum munculnya sukuk (Almara, 2015).

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 Lalu prinsip kedua yaitu suatu Efek dipandang telah memenuhi prinsip-prinsip syariah apabila telah memperoleh Pernyataan Kesesuaian Syariah.

Menurut Fatwa tentang obligasi syariah dituangkan dalam Surat Keputusan DSN MUI Nomor: 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah. Landasan hukum obligasi syariah adalah sebagai berikut:

1. Al-Quran Surah Al-Ma'idah (5): 1

“Hai orang-orang yang beriman, penuhilah aqad-aqad itu. Hewan ternak dihalalkan bagimu, kecuali yang akan disebutkan kepadamu, dengan tidak menghalalkan berburu ketika kamu sedang berhram (haji atau umrah). Sesungguhnya Allah menetapkan hukum sesuai dengan yang Dia kehendaki” (QS. Al-Ma'idah (5): 1)

2. Al-Quran Surat Al-Isra'(17): 34

“Dan janganlah kamu mendekati harta anak yatim, kecuali dengan cara yang lebih baik (bermanfaat) sampai dia dewasa, dan penuhilah janji, sesungguhnya janji itu pasti diminta pertanggung jawaban” (QS. Al-Isra'(17): 34).

3. Al-Quran Surat Al-Baqarah (2): 275

“Orang-orang yang makan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. Keadaa mereka yang demikian itu, adalah disebabkan mereka Berkata (berpendapat), sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba, padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Orang-orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu (sebelum datang larangan), dan urusannya (terserah) kepada Allah. Orang yang kembali (mengambil riba), maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka, mereka kekal di dalamnya” (QS. Al-Baqarah (2): 275)

4. Hadist Nabi riwayat Imam al-Tirmidzi dari ‘Amr bin ‘Auf al-Muzani, Nabi s.a.w. bersabda:

“Perjanjian boleh dilakukan di antara kaum muslimin kecuali perjanjian yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram, dan kaum muslimin terikat dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram”(Ismail, 2014).

2.3 Sukuk

Arti dari Sukuk berasal dari bahasa arab “sak” (tunggal) dan “sukuk” (jamak) yang memiliki arti mirip dengan sertifikat atau note. Dalam pemahaman praktisnya, sukuk merupakan bukti (*claim*) kepemilikan. Sebuah sukuk mewakili kepentingan baik penuh maupun proporsional dalam sebuah atau sekumpulan asset. Berbeda dengan obligasi konvensional selama ini, yakni obligasi yang mewajibkan membayar hutang atau kewajiban dalam bentuk bunga. yang artinya dokumen yang menunjukkan kewajiban finansial yang timbul dari usaha perdagangan dan berbagai aktivitas komersial lainnya yang digunakan pada perdagangan internasional diwilayah muslim pada abad pertengahan (Ernawati, 2014).

Definisi menurut fatwa DSN-MUI No: 32/DSN-MUI/IX/2002 menyatakan 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 saat jatuh tempo. Obligasi syariah berbeda dengan dengan obligasi konvensional. Semenjak ada konvergensi pendapat bahwa bunga adalah riba, maka instrumen-instrumen yang mempunyai komponen bunga ini keluar dari investasi halal, sehingga dimunculkan alternatif yang dinamakan obligasi syariah. Didalam obligasi syariah terdapat dasar hukum obligasi syariah. Pelaksanaan obligasi syariah di Indonesia dilaksanakan berdasarkan atas dasar hukum (Dahlifah, 2014).

1. Pendapat ulama tentang keharaman pendapatan bunga (*interest*)
2. Pendapat para ulama tentang keharaman obligasi yang penghasilannya berbentuk bunga (kupon).
3. Pendapat ulama tentang obligasi syariah yang menggunakan prinsip mudharabah dan ijarah.
4. Fatwa Dewan Syariah Nasional No.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah.

Menurut Soemitra (2014), nilai sukuk merupakan porsi sukuk yang diterbitkan dari keseluruhan ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan. Sukuk pada prinsipnya mirip seperti obligasi konvensional, dengan perbedaan pokok, antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa sejumlah tertentu aset yang menjadi dasar penertiban sukuk, dan adanya akad atau perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Selain itu, Sukuk juga harus distruktur secara syariah agar instrumen keuangan ini aman dan terbebas dari riba, gharar dan maysir (Soemitra, 2014:141).

Obligasi konvensional adalah surat utang jangka menengah-panjang yang dapat dipindah tangan berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut (Dahlifah, 2014).

2.3.1 Karakteristik Sukuk

Keunggulan sukuk terletak pada strukturnya yang berdasarkan asset nyata. Hal ini memperkecil kemungkinan terjadinya fasilitas pendanaan yang melebihi nilai dari asset yang mendasari transaksi sukuk. Pemegang sukuk berhak atas bagian pendapatan yang dihasilkan dari asset sukuk di samping hak dari penjualan asset sukuk. Ciri khas lain sukuk adalah, jika sertifikat tersebut mencerminkan kewajiban kepada pemegangnya, maka sertifikat tersebut tidak dapat di perjual-belikan pada pasar sekunder sehingga menjadi instrument jangka panjang yang dimiliki hingga jatuh tempo atau dijual pada nilai nominal (Melati, 2013).

Surat berharga syariah Negara selanjutnya dapat kita singkat SBSN, atau dapat disebut sukuk Negara adalah surat Berharga Negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap asset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing (Soemitra, 2014:147).

2.3.2 Jenis-Jenis akad Sukuk

Sukuk terbagi dalam beberapa jenis akad 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 asset. Penerbitan

sukuk Ijarah biasanya dimulai dari suatu akad jual beli asset misalnya gedung atau tanah oleh pemerintah atau suatu perusahaan Return 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 memiliki peminat paling besar dibanding jenis sukuk yang lainnya. 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 itu, para praktisi syariah menegaskan hasil aktual bisnis dapat mendekati hasil yang diperkirakan atau hasil ekspektasi apabila memiliki data yang cukup untuk menganalisa kecenderungan hasil bisnis contohnya seperti data dari proyek yang telah lama berjalan.

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 diperjual-belikan.

2.3.3 Last Yield Sukuk

Last yield sukuk merupakan ukuran pengembalian yang akan diterima investor sukuk yang cenderung bersifat tidak tetap, tergantung pada perjanjian atas *fee* dan bagi hasil yang ditetapkan pada akad saat pertama kali. Sebelum memutuskan untuk berinvestasi dengan sukuk, investor harus mempertimbangkan besarnya *last yield* sukuk, sebagai faktor pengukur tingkat pengembalian tahunan yang akan diterima. *Last yield* sukuk yang akan diterima tidak boleh mengandung unsur riba, maksiat dan hal-hal yang tidak sesuai dengan ketentuan syariah. *Last yield* sukuk atas sukuk *mudharabah* merupakan bagi hasil dari akad *mudharabah* dimana hasil operasional emiten tidak boleh mengandung unsur riba didalamnya dan sedangkan *last 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 *Yield to Maturity* (YTM) yaitu keuntungan yang diperoleh oleh seorang investor dalam membeli *commercial paper* yaitu obligasi pada harga pasar saat ini dan selanjutnya menahan obligasi tersebut hingga waktu *deadline* atau jatuh tempo (Almara, 2015).

Ada 2 (dua) istilah dalam penentuan *last yield* yaitu *current yield* dan *yield to maturity* (Manan, 2014):

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 riil obligasi.
2. *Yield to maturity* (YTM) adalah tingkat pengembalian atau pendapatan yang akan diperoleh Investor apabila memiliki obligasi sampai jatuh tempo. *Yield* sukuk merupakan ukuran pengembalian yang akan diterima investor sukuk yang cenderung bersifat tidak tetap, tergantung pada perjanjian atas *fee* dan bagi hasil yang 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 tidak boleh mengandung unsur riba, gharar, maksiat dan hal-hal yang tidak sesuai dengan ketentuan syariah.

Last yield sukuk atas Sukuk Mudharabah merupakan bagi hasil dari akad mudharabah dimana hasil operasional emiten tidak boleh mengandung unsur riba didalamnya dan sedangkan *last 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. Penghitungan *last yield* sukuk dapat dilakukan dengan mengukur *yield* per tahun pengamatan yang datanya dapat diperoleh dari IBPA selain

dengan mengukur dari *current yield* maupun *yield to maturity*. *Last yield* sukuk memperhitungkan pendapatan atas sukuk pada akhir periode atau per akhir tahun (Manan, 2014).

2.3.4 Nilai Sukuk

Menurut Soemitra (2014), nilai sukuk merupakan porsi sukuk yang diterbitkan dari keseluruhan ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan. Pertumbuhan pesat sukuk pada beberapa tahun terakhir menyebabkan terjadinya *excess demand* dan *limited supply* terhadap sukuk. Hal ini menyebabkan sukuk berpotensi menjadi salah satu alternatif pendanaan dengan mayoritas muslim namun juga menjadi fenomena global di Negara lain seperti Inggris, Prancis, Korea dan Jepang. Untuk di Indonesia yang notabene adalah Negara dengan mayoritas beragama Islam, keberadaan stor sukuk layaknya angin segar bagi para investor yang ingin menanamkan investasinya tanpa takut terdapat unsur riba dalam proses nya. Sukuk meniadakan penghasilan atas bunga dan menggantinya dengan *profit and loss sharing*. Nilai sukuk dapat ditentukan dengan mengukur nilai sukuk *to equity ratio*. Perusahaan-perusahaan di Indonesia seperti PT. Indosat, PT. Bakrieland Development, dan PT. Matahari Putra Prima ternyata juga menerbitkan sukuk disamping obligasi konvensional. Hal tersebut dilakukan untuk menarik minat investor dalam kelas atau golongan tertentu untuk membantu salah satu sumber dana perusahaan.

2.3.5 Rating Sukuk

Menurut Soemitra (2014), rating sukuk adalah suatu standarisasi yang diberikan oleh lembaga pemeringkat terkemuka sukuk yang mencerminkan kemampuan penerbit obligasi dan kesediaan mereka untuk membayar bunga dan pembayaran pokok sesuai jadwal. Investor cenderung memilih sukuk dari perusahaan yang memiliki rating yang baik. Di Indonesia, lembaga pemeringkat efek dilakukan oleh PT. Pefindo. Berikut adalah rating sukuk yang diterbitkan oleh PT. Pefindo:

Tabel 2.3 Rating Sukuk

| Peringkat | Keterangan |
|------------------|--|
| idAAA | Memiliki kapasitas superior dalam <i>long-term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya |
| idAA | Terdapat sedikit perbedaan dengan idAAA, tingkat idAA memiliki kapasitas yang sangat kuat dalam <i>long term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya. |
| idA | Memiliki kapasitas kuat dengan <i>long term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya, namun lebih sensitif terhadap efek pasif dan perubahan ekonomi. |
| idBBB | Memiliki kapasitas cukup atau memadai dalam <i>long term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya. Namun kapasitas obligor akan melemah dengan kondisi ekonomi yang merugikan atau perubahan situasi dan kondisi lingkungan. |
| idBB | Memiliki kapasitas agak lemah dalam <i>long term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya. Obligor menghadapi ketidakpastian secara terus menerus untuk melawan kondisi bisnis, keuangan dan ekonomi yang membuat kapasitas obligor menjadi tidak memadai. |
| idB | Memiliki kapasitas yang lemah dalam <i>long term financial commitment</i> di bandingkan dengan obligor lainnya. Sehingga obligor tidak memiliki kemampuan untuk melawan kondisi bisnis, keuangan dan ekonomi |
| idCCC | Kondisi obligor ini rentan dan bergantung pada kondisi bisnis dan keuangan yang membantu untuk mencapai <i>financial commitment</i> . |
| idSD | Gagal, namun masih ada kemungkinan mencapai <i>financial commitment</i> . |
| idD | Gagal |

Sumber: PT. Pefindo

2.3.6 Risiko Sukuk

Pembahasan mengenai risiko dalam syariah Islam sebenarnya masih membutuhkan banyak kajian maupun penelitian lanjutan. Hal ini dikarenakan masih banyak terjadi pro dan kontra mengenai risiko tersebut. Sebelumnya, pembahasan tentang risiko perlu ditegaskan terlebih dahulu. Pembicaraan tentang risiko (*risk*) dalam hal ini harus dibedakan dengan ketidakpastian (*uncertainty*). Antara risiko (*risk*) dan ketidakpastian (*uncertainty*) memang terdengar seperti dua hal yang sama. Keduanya

merupakan istilah yang “serupa tapi tak sama.” Kecerupaan keduanya terletak pada pengertian mengenai adanya suatu kejadian yang belum pasti di masa yang akan datang. Dalam istilah *uncertainty*, ketidakpastian itu merujuk pada kejadian-kejadian yang tidak diharapkan yang tidak diperkirakan (*unexpected risk*), sedangkan risiko dalam hal ini dimaksudkan sebagai sesuatu yang dapat diperkirakan (*expected risk*). Selanjutnya, perbedaan penting keduanya terletak pada estimasi atas ketidakpastian tersebut. *Unexpected risk* dalam *uncertainty* kemungkinan munculnya lebih dari satu, namun probabilitas kemunculannya tidak dapat diketahui secara kuantitatif, sedangkan dalam risiko tingkat ketidakpastian itu dapat diukur secara kuantitatif. Sarkhsi menyatakan bahwa *gharar* adalah sesuatu yang akibatnya tidak dapat diprediksi (Komariyah, 2015).

Kholis (2010), membagi risiko sukuk menjadi risiko pasar (*market risk*), risiko operasional (*operational risk*). Salah satu risiko sukuk yang harus dipertimbangkan adalah risiko likuiditas (*Liquidity Risk*). Risiko likuiditas adalah risiko yang antara lain disebabkan oleh ketidak mampuan untuk memenuhi kewajibannya pada saat jatuh tempo seperti turunnya kepercayaan nasabah terhadap system yang digunakan, keterbatasan instrumen keuangan untuk solusi likuiditas.

2.4 Penelitian Terdahulu

Dalam melakukan penelitian ini, penulis menggunakan beberapa penelitian terdahulu sebagai bahan referensi. Adapun penelitian yang telah dilakukan berkaitan dengan obligasi syariah (sukuk) diantaranya dapat dilihat pada tabel 2.4.

Tabel 2.4 Penelitian Terdahulu

| Nama | Judul Penelitian | Metode | Hasil |
|---------------|--|-------------------------|---|
| Almara (2015) | Analisis Pengaruh Nilai Sukuk, Rating Sukuk dan Risiko Sukuk Terhadap <i>Last Yield</i> Sukuk Studi Kasus Perusahaan Konvensional Non-Bank yang Menerbitkan Sukuk di Indonesia Periode Tahun 2008-2011 | Analisis regresi linear | Nilai sukuk mempunyai korelasi negatif dan tidak signifikan terhadap <i>last yield</i> sukuk, rating sukuk mempunyai korelasi positif dan tidak signifikan terhadap <i>last yield</i> dan risiko sukuk mempunyai korelasi negatif dan signifikan terhadap <i>last yield</i> sukuk |
| Sari (2015) | Variabel-Variabel Yang Mempengaruhi <i>Yield</i> Obligasi Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia | Analisis regresi linear | Inflasi, peringkat obligasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi, tingkat suku bunga, umur obligasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi, pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi |

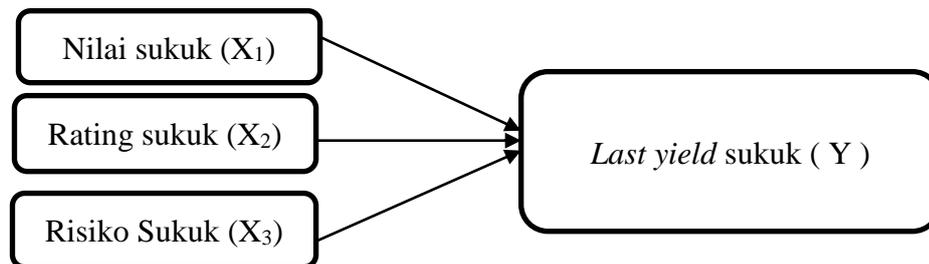
| Nama | Judul Penelitian | Metode | Hasil |
|---------------------|---|-------------------------|--|
| Setyarini (2004) | Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi <i>Yield</i> Obligasi Perusahaan | Analisis Regresi Linear | Korelasi variabel independen terhadap variabel dependen mempunyai arah korelasi positif dan negatif. Variabel independen yang mempunyai korelasi positif terhadap <i>yield</i> adalah variabel inflasi, likuiditas, peringkat, singking fund, dan secure. Sedangkan variabel independen yang berkorelasi negatif terhadap <i>yield</i> adalah Irate (bunga deposite bank umum), durasi, dan <i>buyback</i> |
| Aisah (2014) | Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi <i>Yield</i> Obligasi Korporasi | Regresi Linear Berganda | Hubungan antara harga dan tingkat suku bunga adalah berlawanan arah (negatif) begitupun hubungan antara harga obligasi dan <i>yield</i> obligasi adalah berlawanan arah, sehingga hubungan antara tingkat suku bungan dengan <i>yield</i> obligasi adalah positif dan signifikan |
| Saputra (2013) | Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi <i>Yield</i> Obligasi Konvesnsional di Indonesia | Regresi Linear Berganda | Hubungan antara tingkat suku bunga dengan <i>yield to maturity</i> adalah positif. Sehingga apabila tingkat suku bunga naik maka tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh investor atau <i>yield to maturity</i> juga akan mengalami kenaikan, atau berkorelasi positif. |

| Nama | Judul Penelitian | Metode | Hasil |
|-----------------|--|-------------------------|--|
| Sam'aini (2009) | Pengaruh Bunga Pasar, Jatuh Tempo, Obligasi, Rating Obligasi, Nilai Tukar dan Inflasi Terhadap <i>Yield</i> Obligasi di Bursa Efek Indonesia | Regresi Linear Berganda | BI rate dan Maturity Berpengaruh signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi. Sedangkan rating obligasi dan nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>yield</i> |

Sumber: Jurnal dan skripsi yang dipublikasikan

2.5 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan uraian atas tinjauan pustaka dan penelitian terdahulu maka diilustrasikan kerangka pemikiran teoritis adalah sebagai berikut:



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis

2.6 Bangunan Hipotesis

2.6.1 Pengaruh Nilai Sukuk Terhadap *Last Yield* Sukuk

Pertumbuhan pesat sukuk pada beberapa tahun terakhir menyebabkan terjadinya *excess demand* dan *limited supply* terhadap sukuk. Hal ini menyebabkan sukuk berpotensi menjadi salah satu alternatif pendanaan yang bernilai tinggi. Pertumbuhan sukuk tidak hanya terjadi di negara dengan mayoritas muslim namun juga menjadi fenomena global di negara lain seperti 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 and loss sharing*. Nilai sukuk dapat ditentukan dengan mengukur nilai sukuk *to equity ratio*. Perusahaan-perusahaan di Indonesia seperti PT. Indosat, PT. Bakrieland Development, dan PT. Matahari Putra Prima ternyata juga menerbitkan sukuk disamping obligasi konvensional. Hal tersebut dilakukan untuk menarik minat investor dalam kelas atau golongan tertentu untuk membantu menjadi salah satu sumber dana perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Fathurrahman dan Fitriati pada tahun 2013, mengungkapkan adanya rata-rata *yield to maturity* (YTM) sukuk ternyata lebih tinggi dibanding obligasi konvensional. Keputusan investor yang ingin menanamkan dananya pada sukuk juga tidak lepas dari faktor religius dan alasan tersebut juga menjadi pendorong perusahaan menerbitkan sekuritas yang sekiranya akan diminati oleh investor di pasar modal Indonesia. Sehingga perusahaan akan mempertimbangkan porsi sukuk yang harus diterbitkan perusahaan disamping dengan obligasi konvensional. Namun 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 dibanding penerbitan obligasi konvensional karena harus menyesuaikan diri dengan prinsip syariah. Sehingga nilai sukuk tidak banyak memberi kontribusi terhadap *yield* pada saat akhir jatuh tempo.

Penelitian yang dilakukan oleh Mujahid dan Fitriati (2010) mengatakan bahwa nilai sukuk berpengaruh negatif terhadap *yield* sukuk pada dasarnya, setiap sukuk yang diterbitkan harus memperhatikan tentang nilai dari sukuk tersebut dengan menggunakan proksi sukuk *to equity ratio* dilihat dari *leverage ratio* (sukuk) yang dihitung dengan cara perbandingan antara nilai nominal penerbitan dengan total ekuitas perusahaan. Kemudian sukuk yang beredar juga harus memiliki peringkat yang berupa huruf dengan interval

dari AAA sampai dengan BBB. Pemeringkatan sukuk tersebut sangat diperlukan untuk mencerminkan kemampuan emiten memenuhi kewajibannya kepada investor pada saat jatuh tempo dan dalam pengambilan keputusan, investor yang berminat dengan sukuk juga mempertimbangkan tingkat risiko yang dimiliki sukuk itu sendiri dimana nantinya apakah akan berdampak pada kenaikan atau penurunan nilai aset yang mempengaruhi tingkat kenaikan harga sukuk tersebut penerbitan nilai sukuk pada kebanyakan penelitian sebelumnya disebutkan hanya menjadi sebagian kecil dari variabel makro yang mempengaruhi perkembangan return sukuk dimana return tersebut dapat menjadi indicator pergerakan. Penelitian yang dilakukan oleh Mujahid dan Fitrijati (2010) mengatakan bahwa nilai sukuk berpengaruh terhadap *yield* sukuk. Berdasarkan uraian tersebut maka hipotesis yang dikembangkan adalah:

H₁: Nilai sukuk berpengaruh terhadap *last yield* sukuk

2.6.2 Pengaruh Rating Sukuk Terhadap *Last Yield* Sukuk

Rating sukuk adalah suatu standarisasi yang diberikan oleh Lembaga pemeringkat terkemuka sukuk yang mencerminkan kemampuan penerbit obligasi dan kesediaan mereka untuk membayar bunga dan pembayaran pokok sesuai jadwal. Badan-badan ini menggunakan alat kuantitatif dan penilaian kualitatif untuk mengevaluasi kelayakan kredit dari penerbit. Secara umum, hanya obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan terbesar dan terkuat yang menunjukkan kredit relatif tinggi. Peringkat kualitas tertinggi adalah *triple-A*. Tingkat Peringkat turun ke *triple-C* sebagai kemungkinan gagal bayar meningkat dan akhirnya ke D, atau default. Analis dan para investor sering menggunakan peringkat sebagai deskriptor dari kualitas kredit emiten obligasi daripada deskripsi kualitas obligasi sendiri (Hull, Predescu, dan White, 2004).

Manan (2014) menjelaskan bahwa di Indonesia, harga penawaran, jatuh tempo pokok obligasi, saat jatuh tempo, dan rating antara obligasi syariah

dengan obligasi konvensional tidak ada perbedaannya. Perbedaan hanya terdapat pada pendapatan atas *fee dan return* dan pada penetapan bunga yang besarnya sudah ditetapkan/ditentukan di awal transaksi dilakukan pada obligasi konvensional, sedangkan pada obligasi syariah saat dilakukan transaksi (jual beli) tidak ditentukan besarnya bunga melainkan menentukan berapa proporsi pembagian hasil apabila mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang.

Para pelaku pasar modal syariah menentang penataan instrumen keuangan syariah semata-mata untuk terlihat bagus dimata investor karena dianggap berbahaya membuat produk mereka menjadi berbasis bunga konvensional dimana hal tersebut melanggar ketentuan syariah. Mereka menganggap tidak dibutuhkannya memberikan kesamaan antara sukuk dengan obligasi konvensional untuk menjembatani kesenjangan antara pasar modal konvensional dan pasar negara berkembang efek syariah untuk memperkuat keuangan global.

Usmani dalam Godlewski (2011), berpendapat sukuk cenderung mencari peringkat obligasi yang diakui secara internasional, karena sukuk dapat diberikan peringkat oleh lembaga peringkat daerah yang diakui. MARC (Lembaga *rating* obligasi Malaysia) percaya bahwa ada akhirnya akan ada kebutuhan untuk membedakan pendapatan tetap dari variabel pendapatan instrumen keuangan syariah dari perspektif rating, terutama mengingat perbedaan prinsip dasar dan *prediktabilitas* tingkat pengembalian. Rating atau peringkat yang diberikan untuk sukuk berfokus pada pembayaran sukuk yang tepat pada waktunya atau pada saat jatuh tempo. Dalam pendapatan instrumen keuangan, kualitas investasi didahulukan untuk melihat kemungkinan pembayaran penuh dan tepat waktu mengingat karakteristik *ekuitas instrument* tersebut.

Indonesia memiliki lembaga pemeringkat efek yang disebut PT. Pefindo. 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. Adapun teknis pemeringkatan sukuk korporasi di Indonesia agak berbeda dengan pemeringkatan obligasi korporasi konvensional karena dalam penerbitan sukuk, pemeringkatan juga dilakukan dengan menelaah aset dasar atau underlying asset yang digunakan sebagai jaminan untuk pelunasan hutang. Penelitian yang dilakukan oleh Zakaria dan Isa (2013) mengungkapkan bahwa *rating* sukuk berpengaruh positif terhadap *yield* sukuk. Berdasarkan uraian tersebut maka hipotesis yang dikembangkan adalah:

H₂ : Rating sukuk berpengaruh terhadap *last yield* sukuk

2.6.3 Risiko Sukuk Terhadap *Last Yield* 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, 2014).

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. Mosaid dan Boutti (2014) memberikan pernyataan bahwa index sukuk lebih unggul daripada index instrumen keuangan konvensional di Malaysia yang bermayoritas penduduk Muslim sama seperti halnya di Indonesia.

Penelitian yang dilakukan oleh Cakir dan Raei (2009), menyebutkan bahwa risiko sukuk berpengaruh negatif terhadap *yield* sukuk. Sukuk tidak memberikan riba atau bunga tetapi penerbit atau emiten harus memberikan imbalan kepada investor pemegang sukuk berupa bagi hasil atas *margin* pendapatan dan biaya sewa. Pembahasan mengenai risiko dalam syariah Islam *sebenarnya* masih membutuhkan banyak kajian maupun penelitian lanjutan. Hal ini dikarenakan masih banyak terjadi pro dan kontra mengenai risiko tersebut. Sebelumnya, pembahasan tentang risiko perlu ditegaskan terlebih dahulu. Pembicaraan tentang risiko (*risk*) dalam hal ini harus dibedakan dengan ketidakpastian (*uncertainty*). Antara risiko (*risk*) dan ketidakpastian (*uncertainty*) memang terdengar seperti dua hal yang sama. Keduanya merupakan istilah yang “serupa tapi tak sama.” Keserupaan keduanya terletak pada pengertian mengenai adanya suatu kejadian yang belum pasti di masa yang akan datang.

Dalam istilah *uncertainty*, ketidakpastian itu merujuk pada kejadian-kejadian yang tidak diharapkan yang tidak diperkirakan (*unexpected risk*), sedangkan risiko dalam hal ini dimaksudkan sebagai sesuatu yang dapat diperkirakan (*expected risk*). Selanjutnya, perbedaan penting keduanya terletak pada estimasi atas ketidakpastian tersebut. *Unexpected risk* dalam *uncertainty* kemungkinan munculnya lebih dari satu. Sedangkan dalam risiko, tingkat ketidakpastian itu dapat diukur secara kuantitatif (kholis, 2010). Berdasarkan uraian tersebut maka hipotesis yang dikembangkan adalah:

H₃ : Risiko sukuk berpengaruh dengan *last yield* sukuk.