

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar belakang Masalah

Perkembangan pasar modal yang pesat memiliki peranan yang penting dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi suatu negara. Pasar modal juga memiliki fungsi keuangan sebagai penyedia dana bagi yang membutuhkan tanpa harus memberikan aset yang berbentuk *real* untuk melakukan investasi. Investasi yang paling diminati oleh pemilik modal dan penacari modal adalah investasi pada pasar modal. Pasar modal yang paling diminati adalah obligasi, karena sifat pendanaannya yang lebih murah bila dibandingkan dengan pinjaman pada perbankan serta resiko-resiko pendanaan yang lebih aman jika dibandingkan dengan saham.

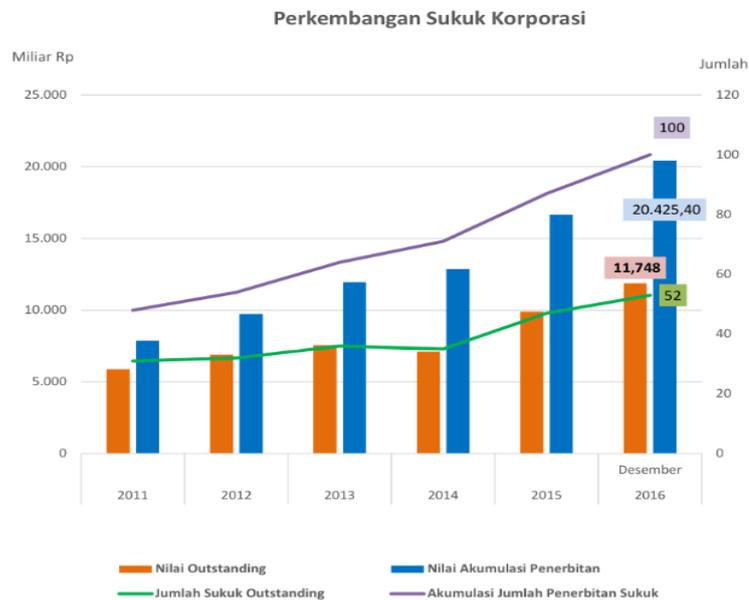
Bangkitnya Ekonomi Islam menyadarkan tingkat kebutuhan umat Islam untuk berinvestasi dengan prinsip-prinsip syariah. Hal ini membuat pengembang pasar modal untuk mengembangkan alternatif dengan mendirikan pasar modal syariah, melihat besarnya potensi penghimpunan dana umat Islam yang ada di Indonesia.

Seiring dengan perkembangan tersebut dibentuklah pasar modal syariah (*Islamic Stock Exchange*) dimana semua produk dan mekanisme operasionalnya tidak melanggar hukum muamalat Islamiyah. Pasar modal syariah berpedoman kepada ajaran Islam yang menghindari larangan-larangan seperti penipuan dan penggelapan. Prinsip syariah yang ada mengharuskan terbebasnya dari unsur riba

dan *gharar*. Salah satu instrumen pasar modal syariah yang banyak diminati adalah sukuk.

Sebagai salah satu efek syariah sukuk memiliki karakteristik yang berbeda dari obligasi. Sukuk bukan merupakan surat utang, tetapi bukti kepemilikan bersama atas suatu aset atau proyek. Setiap sukuk yang diterbitkan harus mempunyai aset yang dijadikan dasar penerbitan (*undelying asset*). Klaim kepemilikan pada sukuk didasarkan pada aset atau proyek yang spesifik. Penggunaan dana sukuk harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal. *Underlying asset* merupakan objek perjanjian yang merupakan pembeda antara sukuk dengan obligasi konvensional pada umumnya (Fathurahman dan Fitriati, 2013).

Sukuk pertama kali diterbitkan di Indonesia pada 2002, perusahaan pertama yang mengeluarkan sukuk adalah PT Indosat Tbk. menggunakan akad *mudharabah* (Maulia, 2016). Dewan Syariah Nasional (DSN) Nomor 32/DSN-MUI/XI/2002 menjelaskan mengenai kewajiban emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee, serta membayarkan kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo sukuk tersebut.



Gambar I.1 Statistik Sukuk 2017

Sumber: Statistik Sukuk Januari 2017, OJK.

Berdasarkan data statistik sukuk 2017 yang dikeluarkan oleh OJK, menunjukkan peningkatan sukuk korporasi setiap tahunnya. Nilai *outstanding* sukuk korporasi sebesar 11,748M pada awal tahun Januari 2017, disisi lain terdapat 52 sukuk korporasi yang beredar dipasar modal. Pada tahun 2016 akhir, nilai *outstanding* sebesar 11,878 M dengan 43 jumlah sukuk *outstanding*. Penurunan yang dialami tidak terlalu besar namun menurut *Roadmap* Pasar Modal Syariah 2015-2019 yang dikeluarkan oleh OJK, disimpulkan bahwa penurunan yang terjadi ini dikarenakan banyaknya sukuk yang jatuh tempo dalam periode tersebut. Namun hal itu tidak dibarengi dengan penerbitan sukuk baru yang signifikan, sehingga menyebabkan penurunan pada nilai *outstanding* pada Januari 2017. Apabila dibandingkan dengan tahun-tahun sebelumnya nilai *outstanding* pada tahun 2015 sebesar 9,9M dengan jumlah sukuk *outstanding* sebesar 45 sukuk

korporasi, dapat disimpulkan setiap tahunnya nilai dan jumlah sukuk *outstanding* di Indonesia meningkat setiap tahunnya.

Hampir semua sukuk yang dikeluarkan habis dipasar dan terkadang beberapa kasus menimbulkan kelebihan permintaan atas sukuk yang dikeluarkan (Rodoni, 2009). Sukuk memiliki aset dasar yang tetap sehingga instrumen ini menjadi lebih aman dari instrumen pasar modal lainnya. Analisis Obligasi Danareksa Sekuritas, Budi Susanto mengatakan bahwa sebagian besar investor pemegang sukuk di Indonesia adalah dana pensiun, perusahaan asuransi, dan perbankan. Investor tersebut lebih banyak yang memegang sukuk sampai jatuh tempo, sehingga membuat sukuk tersebut langka dipasaran.

Obligasi syariah yang sangat diminati oleh pasar ini memberikan imbal hasil (*yield*) yang diperoleh dari investasi tersebut, imbal hasil sukuk merupakan hasil yang diperoleh atas investasi sejumlah dana pada suatu sukuk. Namun berbeda dengan obligasi konvensional, obligasi syariah memberikan imbal hasil tidak berupa bunga, tetapi penerbit obligasi harus memberikan imbalan kepada para investor berupa pembagian hasil, margin pendapatan, dan biaya sewa sesuai dengan akad syariah yang tidak bertentangan dengan larangan Islam. Tingkat imbal hasil sukuk yang diperoleh investor akan mengalami perubahan seiring dengan berjalannya waktu. Terdapat dua kemungkinan dalam berinvestasi yaitu kemungkinan hasil lebih kecil dari yang diharapkan atau lebih besar dari yang diharapkan. Ketidakpastian tersebut disebut dengan *default risk* atau risiko yang dihadapi oleh investor selaku pemegang sukuk akan kemungkinan adanya gagal

bayar atas investasi yang dilakukan pada saat jatuh tempo (Manurung dan Tobing, 2005).

Seiring dengan kemungkinan adanya gagal bayar pada imbal hasil sukuk, terdapat kasus mengenai PT Berlian Laju Tanker (BLT) dimana pada tahun 2012, BLT dinyatakan gagal dalam memenuhi pembayaran imbal hasil *ijarah* yang jatuh tempo pada februari 2012. Setelah terjadinya gagal bayar, BLT mengajukan restrukturisasi sukuk *ijarah* setelah dua kapal FPSSO Brotojoyo dan MT Sumba yang menjadi objek *ijarah* telah dijual secara putus, maka sukuk *ijarah* menjadi batal. Hal ini menyebabkan diperlukannya strukturisasi akad-akad baru dalam sukuk *ijarah* untuk memperpanjang masa sukuk yang telah jatuh tempo. Akibat dari kasus gagal bayar tersebut Perusahaan Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO) menurunkan peringkat sukuk *ijarah* II/2009 yang dikeluarkan oleh BLT menjadi “idD” yang sebelumnya adalah “idCCC”.

Berdasarkan pemaparan kasus mengenai gagal bayar imbal hasil dan faktor-faktor yang mempengaruhinya perlu dilakukan guna menjadi perhatian bagi emiten penerbit sukuk untuk mencegah terjadinya gagal bayar imbal hasil dari sukuk masing-masing emiten dan calon investor dalam menganalisis potensi imbal hasil sukuk.

Untuk menghindari adanya risiko gagal bayar tersebut, maka investor perlu memperhatikan beberapa faktor, salah satunya adanya peringkat obligasi perusahaan emiten. Peringkat obligasi konvensional dengan peringkat obligasi syariah tidak jauh berbeda. Sehingga dalam praktiknya pemeringkatan yang akan digunakan tidak jauh berbeda. Peringkat obligasi menyatakan skala risiko atau

tingkat keamanan suatu obligasi yang diterbitkan dan memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang probabilitas kegagalan hutang suatu perusahaan (Ayu, 2013).

Fenomena yang pernah terjadi di Indonesia tahun 2014 yaitu, dugaan atas *rating shopping* pada lembaga pemeringkat efek, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menelusuri aduan mengenai jual beli rating. Dimana lembaga pemeringkat efek seharusnya memberikan hasil yang independen dan sesuai kondisi perusahaan yang termuat dalam Peraturan Nomor V.C.2 tentang Perizinan Perusahaan Pemeringkat Efek, Lampiran Keputusan Bapepam dan LK Nomor Kep-151/BL/2009 tanggal 22 Juni 2009 serta Peraturan Bapepam dan LK No.V.H.3 tentang Perilaku Perusahaan Pemeringkat Efek. (www.hukumonline.com tanggal akses 13 Maret 2017).

Sejati (2010) menyatakan bahwa peringkat sukuk diberikan oleh agen pemeringkat yang independen, objektif, dan dapat dipercaya. Investor dapat menilai tingkat keamanan sukuk berdasarkan informasi yang diperoleh dari perusahaan pemeringkat. Pemeringkatan obligasi tersebut bertujuan untuk memperkirakan kemampuan emiten penerbit sukuk maupun obligasi konvensional untuk membayar imbalan bagi hasil dan pokok kewajiban berlandaskan analisis keuangan dan kemampuan membayar kredit. Semakin tinggi peringkat yang diperoleh, maka menunjukkan tingginya kemampuan emiten penerbit sukuk untuk membayar kewajibannya (Kumita, 2014).

Ramasamy (2011) pada penelitiannya mengungkapkan bahwa sukuk memiliki risiko yang lebih kecil jika dibandingkan dengan obligasi konvensional dan

investor juga akan memperoleh *rate* imbal hasil yang lebih tinggi apabila dibandingkan dengan obligasi lainnya. Penelitian lainnya dilakukan oleh Fathurahman dan Fitriati (2013) juga mengatakan hal yang sama terhadap sukuk dibandingkan dengan obligasi lainnya. Mujahid dan Fitrijanti (2010) menyatakan bahwa peringkat obligasi tidak berpengaruh terhadap imbal hasil sukuk. Penelitian yang dilakukan oleh Dheni dan Harjum (2015) menyatakan bahwa peringkat obligasi berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil sukuk. Penelitian yang dilakukan oleh Ayu (2013) bahwa peringkat obligasi berpengaruh negatif terhadap imbal hasil obligasi. Namun terdapat perbedaan pada penelitian yang dilakukan oleh Zakaria dan Isa (2013) menyatakan bahwa rating obligasi berpengaruh positif terhadap imbal hasil sukuk. Terdapat perbedaan antara ke-empat penelitian tersebut.

Faktor lainnya yang perlu diperhatikan adalah ukuran perusahaan (*Size*). Perusahaan yang berukuran besar memiliki kesempatan yang besar pula untuk diversifikasi risiko di berbagai jenis produk dan pasar (Aman dan Nguyen, 2013). Aman dan Nguyen (2013) juga mengatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang berukuran besar dapat menjual asetnya lebih mudah untuk melakukan pembayaran utang dan mengurangi *leverage*. Semakin besar total aset yang dimiliki perusahaan diperkirakan dapat memiliki kemampuan untuk melunasi kewajiban-kewajibannya di masa yang akan datang (Setyapurnama dan Norpratiwi, 2009). Penelitian yang dilakukan oleh Ibrahim (2008) menyatakan bahwa ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap imbal hasil obligasi sedangkan penelitian lainnya menyatakan bahwa *size*

berpengaruh tidak signifikan terhadap imbal hasil obligasi (Surya dan Nasher, 2011).

Salah satu faktor yang juga mempengaruhi imbal hasil obligasi adalah tingkat suku bunga. Pada penelitian ini tingkat suku bunga yang digunakan adalah tingkat suku bunga-Sertifikat Bank Indonesia Syariah (*SBIS rate*). Besarnya tingkat suku bunga digunakan oleh investor sebagai acuan dasar tingkat pengembalian yang diharapkan. Penggunaan tingkat suku bunga SBIS yang akan langsung berpengaruh terhadap perubahan harga sekuritas dijadikan alasan untuk mengukur pengaruh *rate* terhadap imbal hasil sukuk. Ketika suku bunga diskonto SBIS menurun, terdapat perusahaan yang menerbitkan obligasi dibandingkan dengan menerbitkan saham, dikutip oleh Ayu (2013) dari penelitian (Krisnilasari, 2007). Sedangkan naiknya tingkat suku bunga SBIS akan membuat investor meminta imbal hasil yang lebih tinggi akibat adanya risiko di masa yang akan datang. Maka imbal hasil yang sukuk yang ditawarkan akan meningkat dan diikuti dengan menurunnya harga sukuk. Penelitian yang dilakukan oleh Augustpaosa (2016) menyatakan bahwa tingkat suku bunga SBIS berpengaruh positif dan signifikan terhadap imbal hasil obligasi.

Penelitian lainnya yang juga menyatakan bahwa tingkat suku bunga SBIS berpengaruh positif dan signifikan terhadap imbal hasil obligasi (Ayu, 2013).

Kenaikan tingkat suku bunga SBIS akan berdampak pada kenaikan tingkat bunga komersial. Ketika suku bunga komersial naik maka tidak tepat untuk mengharapkan adanya *capital gain*, harga obligasi berbanding terbalik dengan tingkat bunga pasar. Surya dan Nasher (2011) menyatakan bahwa terdapat

pengaruh positif yang signifikan antara tingkat suku bunga SBIS terhadap imbal hasil obligasi.

Dari penelitian terdahulu terdapat faktor-faktor yang hasilnya menunjukkan hasil empiris yang berbeda. Penelitian mengenai imbal hasil obligasi konvensional sudah cukup banyak ditemukan, namun penelitian terhadap imbal hasil atas obligasi syariah (sukuk) belum banyak dilakukan walaupun perbedaan imbal hasil obligasi konvensional dengan syariah tidak jauh berbeda namun tetap terdapat perbedaan yang tidak terlalu signifikan. Hal ini kemudian memotivasi peneliti untuk melakukan penelitian kembali dengan tujuan mengkonfirmasi ulang atas penelitian sebelumnya dan memberikan bukti empiris baru terhadap imbal hasil obligasi namun dari segi obligasi syariah non-pemerintah dengan menggunakan variabel independen non-akuntansi seperti peringkat obligasi, ukuran perusahaan (*size*), dan tingkat suku bunga-sertifikat bank Indonesia.

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan, maka penelitian ini mengambil judul “**Pengaruh Peringkat Obligasi, Ukuran Perusahaan (*Size*), dan Tingkat Suku Bunga-Sertifikat Bank Indonesia Syariah Terhadap Imbal Hasil Obligasi Syariah (Sukuk) Korporasi**”

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah di atas, dapat diidentifikasi beberapa masalah pada penelitian ini sebagai berikut:

1. Sukuk tidak hanya memberikan keuntungan imbal hasil tetapi juga mengandung risiko adanya gagal bayar.

2. Masih terdapat permasalahan independensi dalam pemberian rating pada lembaga pemeringkat efek.
3. Adanya perbedaan hasil penelitian yang telah dilakukan terhadap ukuran perusahaan terhadap imbal hasil obligasi syariah (sukuk).
4. Tingkat suku bunga bank Indonesia yang tinggi dapat memperbesar imbal hasil yang akan diterima investor, namun SBIS yang tinggi dapat menyebabkan angka gagal bayar sukuk dikarenakan semakin besarnya beban yang harus dibayar perusahaan penerbit sukuk.

C. Pembatasan Masalah

Adapun batasan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Penelitian ini hanya meneliti variabel independen yaitu peringkat obligasi, ukuran perusahaan (*size*), dan tingkat suku bunga-sertifikat bank Indonesia.
2. Sampel penelitian yang digunakan adalah perusahaan yang mengeluarkan obligasi syariah yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI).

D. Perumusan Masalah

Berdasarkan pembatasan masalah yang sudah dipaparkan, permasalahan yang diteliti dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh peringkat obligasi terhadap imbal hasil sukuk korporasi?
2. Bagaimana pengaruh ukuran perusahaan (*size*) terhadap imbal hasil sukuk korporasi?

3. Bagaimana pengaruh tingkat suku bunga-Sertifikat Bank Indonesia Syariah terhadap imbal hasil sukuk korporasi?

E. Kegunaan Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini sebagai berikut:

1. Kegunaan Teoritis
 - a. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam perkembangan bagi para akademisi bidang akuntansi yang berkaitan dengan imbal hasil sukuk korporasi.
 - b. Sebagai media pemahaman dan ilmu tambahan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi imbal hasil sukuk korporasi.
 - c. Sebagai bahan referensi tambahan bagi pihak-pihak lain yang akan melakukan penelitian lebih lanjut mengenai imbal hasil sukuk korporasi dimasa mendatang.
2. Kegunaan Praktis
 - a. Bagi Lembaga Pemeringkat Efek
Penelitian ini diharapkan dapat menjadi masukan terhadap lembaga pemeringkat untuk terus mengedepankan independensi dan pemberian rating yang diperoleh sesuai dari hasil pemeriksaan.
 - b. Bagi Peneliti Selanjutnya
Penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi bagi peneliti selanjutnya yang akan melakukan penelitian selanjutnya mengenai imbal hasil sukuk korporasi.

