

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Industri jasa keuangan syariah di Indonesia semakin berkembang, tidak hanya perbankan, tetapi juga dalam bidang asuransi, pegadaian, dan pasar modal. Berkembangnya ekonomi syariah di Indonesia diawali dengan didirikannya Bank Muamalat pada tahun 1992, kemudian diikuti oleh berbagai lembaga keuangan, salah satu diantaranya adalah para emiten di pasar modal. Investasi syariah merupakan salah satu kegiatan yang dinaungi pasar modal syariah dengan menerapkan prinsip-prinsip sesuai Al-Quran dan Sunnah. Praktik investasi ini juga harus terbebas dari hal-hal yang dilarang, salah satunya adalah bunga atau riba. Selain itu, prinsip syariah juga melarang transaksi yang di dalamnya mengandung unsur ketidakjelasan (*gharar*), penawaran palsu (*najsy*) dan pembelian untuk penimbunan efek (*ihtikar*). Prinsip syariah melekat pada cara transaksi, instrumen, maupun efek yang diperjual-belikan. Produk berbasis syariah di pasar modal antara lain saham, reksadana, dan sukuk. Perusahaan dapat menerbitkan efek tersebut apabila telah memenuhi aspek syariah dan terdaftar dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang dikeluarkan Otoritas Jasa Keuangan (OJK).

Berdirinya Pasar Modal Syariah di Indonesia dimulai dengan diterbitkannya Reksa Dana Syariah oleh PT Danareksa Investment Management pada 3 Juli

1997. Setelah itu, pada tanggal 3 Juli 2000 Bursa Efek Jakarta (kini telah bergabung dengan Bursa Efek Surabaya menjadi Bursa Efek Indonesia) berkerjasama dengan PT Danareksa Investment Management meresmikan Jakarta Islamic Index (JII) yang berfungsi sebagai acuan bagi investor yang ingin melakukan investasi sesuai dengan ketentuan syariah. Pada 18 April 2001, Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) mengeluarkan fatwa yang berkaitan langsung dengan pasar modal, yaitu Fatwa Nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah.

Sukuk diatur dalam DSN-MUI dalam Fatwa Nomor 32 tahun 2002 tentang Obligasi Syariah. Pada 14 dan 15 Maret 2003 Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) menandatangani nota kesepahaman dengan DSN-MUI mengenai prinsip pasar modal syariah. Sejak saat itu, pasar modal syariah mulai berkembang. Salah satu inovasi yang dilakukan BEI dalam mengembangkan pasar modal syariah yaitu melalui *Syariah Online Trading System (SOTS)* yang berfungsi untuk menyaring transaksi saham agar sesuai dengan kaidah syariah yang sudah disertifikasi DSN-MUI. SOTS merupakan pelopor sistem *online trading* syariah yang pertama di dunia. Pada tahun 2016, terdapat 10.500 investor pasar modal syariah, meningkat dari tahun sebelumnya yang hanya sebanyak 4.908 investor. Istilah sukuk mulai digunakan di Indonesia sejak tahun 2006 sesuai Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah. Efek syariah sendiri per Agustus 2016 terdiri dari 311 saham syariah, 44 seri sukuk korporasi, 26 seri sukuk negara syariah dan 1 Reksa Dana yang diperdagangkan di bursa/ *Exchange Traded Fund (ETF)* syariah.

Obligasi syariah atau sukuk merupakan surat berharga jangka panjang yang menjadi bukti kepemilikan atas suatu aset yang mendasarinya (*underlying asset*) yang harus sesuai dengan prinsip syariah. Penerbitan sukuk mengacu pada peraturan OJK Nomor 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk. Sukuk tidak mengenal adanya premium atau diskon sebab adanya prinsip *al-hawalah* (pengalihan piutang dengan prinsip bagi hasil). Hal ini menyebabkan harga sukuk yang digunakan adalah harga nominal pelunasan jatuh tempo obligasi. Adapun perbedaan antara sukuk dengan obligasi konvensional adalah sebagai berikut.

Tabel I.1
Perbedaan Sukuk dan Obligasi Konvensional

No.	Karakteristik	Sukuk	Obligasi Konvensional
1	Sifat Instrumen	Sertifikat kepemilikan/penyertaan atas suatu aset	Surat Pengakuan utang
2	Imbal hasil/ <i>return</i>	Bagi hasil, <i>margin/fee</i>	Bunga/kupon (<i>fixed interest</i>)
3	Aset yang mendasari/ <i>underlying asset</i>	Perlu	Tidak perlu
4	Investor	Islami, konvensional	Konvensional
5	Penggunaan hasil penerbitan	Harus sesuai syariah	Bebas
6	Penetapan harga	Berdasarkan <i>underlying asset</i>	Sesuai tingkat suku bunga

Sumber: Diolah dari berbagai sumber, 2016.

Dari segi penerbit, sukuk di Indonesia dikeluarkan oleh negara (Surat Berharga Syariah Negara/SBSN) dan perusahaan/korporasi. Sukuk Negara

pertama kali diperkenalkan tahun 2008 seiring ditetapkannya Undang-Undang nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara. Kontribusi Sukuk Negara dalam membiayai APBN terus meningkat dari tahun ke tahun. Sukuk Negara tidak hanya digunakan untuk pembiayaan defisit APBN (*general financing*), namun juga dalam pembangunan proyek-proyek infrastruktur (*project financing*). Indonesia saat ini tercatat sebagai negara penerbit Sukuk Negara dalam denominasi mata uang asing (sukuk global) terbesar di dunia, yang mencapai nominal US\$ 10,15 miliar dengan sukuk yang belum jatuh tempo/*outstanding* sebesar US\$ 9,5 miliar (Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko Kementerian Keuangan/DJPPR, 2016).

Pasar modal syariah tercatat berkontribusi paling besar dalam aset keuangan syariah dengan nilai Rp 451,2 triliun, dari total aset keuangan syariah per Februari 2017 yang mencapai Rp 897,1 triliun. Namun, sebagian besar kontribusi tersebut masih disumbang oleh sukuk negara yang mencapai Rp 423,29 triliun. Disamping itu, penetapan aset dasar (*underlying asset*) yang harus sesuai dengan prinsip syariah dalam setiap penerbitan sukuk mengharuskan perusahaan untuk selektif dalam menentukan aset yang memenuhi ketentuan syariah yang berlaku. Proses ini membutuhkan waktu yang lebih lama sehingga dapat memperbesar biaya yang diperlukan. Hal ini berdampak pada biaya penerbitan sukuk yang cukup mahal. Ini bisa membuat sukuk menjadi kurang kompetitif dibandingkan obligasi konvensional, yang prosesnya relatif lebih mudah sehingga harganya lebih murah.

Selain cara tradisional dalam memperoleh pendanaan seperti pinjaman bank, perusahaan mulai memperluas ragam pembiayaan yang tersedia, salah satunya adalah sukuk (Shahida dan Sapiyi, 2013). Dana sukuk dapat digunakan untuk mengembangkan suatu proyek ataupun pembangunan suatu usaha baru yang digunakan sebagai dasar penetapan harga sukuk. Penilai Harga Efek Indonesia/*Indonesia Bond Pricing Agency* (IBPA) merupakan entitas yang bertugas untuk melakukan penetapan harga pasar wajar untuk surat berharga yang diterbitkan oleh Pemerintah dan Korporasi. Sukuk korporasi ditandai dengan kemunculan obligasi syariah pertama oleh PT Indosat Tbk. senilai Rp175 miliar pada awal September 2002 dengan akad mudharabah. Akad ini merupakan perjanjian bagi hasil antara investor dengan emiten dimana pendapatan yang diperoleh investor bergantung dari pendapatan emiten dari penggunaan dana sukuk. Dengan kata lain, imbal hasil (*return*) investor berfuktuasi mengikuti pendapatan yang menjadi dasar nisbah bagi hasil.

PT Indosat Tbk. membutuhkan dana untuk pengembangan usahanya dibidang seluler, yaitu dengan mengakuisisi anak perusahaan (Satelindo). Kemudian, pada 14 Maret 2003 dilakukan penandatanganan surat kesepakatan antara Badan Pengawas Pasar Modal (sekarang sudah menjadi Otoritas Jasa Keuangan/OJK) dan DSN-MUI yang berisi kesepakatan antara kedua belah pihak dalam mengembangkan pasar modal berbasis syariah di Indonesia. Setelah itu, semakin banyak perusahaan yang menerbitkan sukuk sebagai salah satu alternatif pembiayaan. Pada 11 Mei 2004, sukuk dengan akad ijarah pertama kali diterbitkan oleh PT Matahari Prima Tbk. Sukuk ini menggunakan akad sewa

dimana investor mendapat *fee* atas pendapatan sewa. *Fee* Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker Tahun 2007 sebesar 10.30%, Sukuk Ijarah Indosat III Tahun 2008 sejumlah 10.25%, dan Sukuk Ijarah I Summarecon Agung Tahun 2008 senilai 14.10%.

Berdasarkan data OJK, jumlah sukuk korporasi yang masih beredar per Maret 2017 terdiri dari 37 sukuk ijarah dan 18 sukuk mudharabah. Akad ijarah lebih banyak digunakan karena pengelolaannya yang lebih sederhana (Nurhayati dan Wasilah, 2015). Dengan akad yang mudah dipahami, diharapkan investor menjadi lebih mudah tertarik untuk berinvestasi. Data Direktorat Pembiayaan Syariah DJPPR menunjukkan bahwa sampai dengan tahun 2006 sebesar 41% penerbitan sukuk menggunakan akad Ijarah. Namun, pertumbuhan sukuk cukup jauh tertinggal dengan obligasi konvensional. Selama tahun 2011-2014 rata-rata penerbitan sukuk pada kisaran Rp1,2 triliun per tahun, sedangkan obligasi mencapai Rp49,6 triliun per tahun. Penyebab atas permasalahan sukuk korporasi ini muncul dari faktor internal perusahaan, eksternal (pasar), dan kondisi regulasi (Badan Kebijakan Fiskal Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2016). Salah satu aspek dari faktor internal perusahaan yaitu tingkat pemahaman terkait sukuk yang masih rendah. Sedangkan, dari faktor eksternal, sukuk dinilai kurang likuid. Perdagangan/*trading* sukuk dalam pasar sekunder masih cukup sulit karena para pemegang sukuk didominasi oleh perusahaan investasi, asuransi, dan perbankan syariah yang memegangnya hingga jatuh tempo/*hold to maturity* (HTM). Selain itu, minat masyarakat untuk berinvestasi pada instrumen sukuk

jauh lebih rendah dibanding saham. Akad atau perjanjian yang dipakai di Indonesia dalam menerbitkan sukuk cukup terbatas.

Perusahaan cenderung menerbitkan sukuk dalam kondisi informasi asimetris yang tinggi (Nagano, 2016). Disamping itu, mekanisme *adverse selection* pada struktur sukuk menjadi daya tarik perusahaan dengan kondisi finansial yang buruk untuk menerbitkan sukuk. Sebagai contoh, perusahaan dengan proyek yang tidak berjalan lancar lebih baik mengungkapkannya dalam *Special Purpose Vehicle* (SPV) daripada terlihat pada laporan posisi keuangan. Alasan lainnya adalah perusahaan tidak terikat pada kinerja aset yang mendasari penerbitan sukuk. Hal ini erat kaitannya dengan skema *adverse selection*. Maka dari itu, penerbitan sukuk memberikan sinyal negatif dalam pasar modal (Goldwelski, Turk-Ariss, dan Weill, 2013). Menurunnya kinerja perusahaan di tahun sebelumnya juga menjadi salah satu alasan untuk menerbitkan instrumen sukuk.

Nagano (2016) menjelaskan bahwa perusahaan akan memilih untuk menerbitkan sukuk saat sedang mengalami kesulitan dalam memperoleh pinjaman dari bank karena jumlah yang dibutuhkan terlalu besar ataupun sulit menerbitkan obligasi konvensional akibat tingginya informasi asimetris. Dengan kata lain, perusahaan menerbitkan sukuk bukan untuk investasi jangka panjang (Klein dan Weill, 2016). Halim, How, dan Janice (2016) menggunakan regresi logistik untuk menganalisis 128 perusahaan penerbit sukuk dan 102 perusahaan yang menerbitkan obligasi yang terdaftar di *Kuala Lumpur Stock Exchange* (KLSE) selama periode 2001-2014. Hasil penelitian ini menjelaskan bahwa alasan utama

perusahaan menerbitkan sukuk karena adanya biaya mitigasi keagenan atas arus kas bebas ataupun dalam kondisi *underinvestment*. Kesulitan keuangan (*financial distress*) juga menjadi salah satu faktor yang mendorong penerbitan sukuk.

Penelitian yang dilakukan terkait penerbitan sukuk juga masih terbatas (Mohamed, Masih, & Bacha, 2015). Salah satu diantaranya adalah penelitian yang dilakukan terkait pilihan pembiayaan perusahaan antara pinjaman bank, obligasi konvensional dan syariah dengan menggunakan model regresi *ordinary least square* (OLS) (Nagano, 2010). Penelitian ini menunjukkan bahwa penerbitan sukuk tidak berkaitan dengan dana internal perusahaan itu sendiri. Semakin berkembangnya pembiayaan syariah dalam struktur modal perusahaan berguna untuk meningkatkan daya saing. Ukuran perusahaan juga berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan besar dapat lebih mudah dalam memperoleh akses atas pasar obligasi syariah/sukuk dibanding perusahaan kecil, terlebih jika perusahaan besar tersebut sudah berpengalaman dalam menerbitkan sukuk. Selain itu, hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa sukuk mempengaruhi penerbitan obligasi konvensional serta pinjaman bank, namun tidak berlaku sebaliknya.

Penelitian tersebut dikembangkan dengan menambah variabel insentif pajak dan *leverage* yang dapat mempengaruhi penerbitan sukuk (Shahida dan Saharah, 2013). Hasil dari penelitian ini membuktikan bahwa insentif pajak berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk, tetapi tidak demikian dengan *leverage*. Kemudian penelitian kembali dilakukan mengenai hal-hal yang mempengaruhi keputusan perusahaan dalam memilih jenis sukuk yang akan

diterbitkan (Azmat, Skully, Brown, 2014). Penelitian tersebut mengelompokkan sukuk mengelompokkan sukuk dalam beberapa kategori, antara lain *debt bonds* (*murabahah*), *Islamic Joint Venture* (*musyarakah* dan *mudarabah*), dan *Secured Against Real Asset* (*ijarah*). Hasil dari penelitian yang menggunakan model *multinomial probit* ini yaitu kinerja perusahaan berpengaruh secara parsial terhadap *debt bonds*, utang jangka pendek berpengaruh positif terhadap pemilihan sukuk IJV, dan risiko kebangkrutan membuat perusahaan cenderung memilih sukuk SARA. Penelitian selanjutnya dikembangkan dengan analisis perbandingan antara sukuk dan obligasi disertai dengan jenisnya masing-masing (Mohamed, dkk., 2015). Dalam penelitian ini, tipe obligasi dibedakan menjadi *convertible bond* dan *straight bond*. Selain itu, salah satu jenis sukuk yang diteliti adalah *exchange-based contracts* yang terdiri dari perjanjian/akad atas penjualan dengan pembayaran angsuran (*bai' bithaman ajil*), jual beli (*murabahah*), penjualan dengan pembelian kembali (*bai' inah*), *leasing* (*ijarah*) dan penjualan progresif (*istisna'*). Jenis berikutnya adalah *participation-based contracts* yang terdiri dari bagi hasil (*mudarabah*) dan kemitraan (*musyarakah*). Hasil dari penelitian ini yaitu kesempatan untuk tumbuh (*growth opportunities*) berpengaruh positif dan signifikan dengan penerbitan sukuk perusahaan. Namun, ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap penerbitan sukuk. Hal ini bertentangan dengan penelitian sebelumnya (Nagano, 2010).

Sebagian besar penelitian terdahulu mengkaji penerbitan sukuk di Malaysia dan Timur Tengah. Keterbatasan penelitian mengenai penerbitan sukuk (Mohamed, 2015) serta perbedaan hasil terkait hal-hal yang mempengaruhi

penerbitan sukuk mendorong peneliti untuk mendalami topik ini dengan judul **“Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Penerbitan Sukuk Perusahaan di Indonesia”**.

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah diatas, maka dapat dikemukakan beberapa permasalahan yang mempengaruhi penerbitan sukuk adalah sebagai berikut:

1. Jumlah perusahaan yang menerbitkan sukuk korporasi sedikit;
2. Pemahaman investor maupun emiten terkait penerbitan sukuk minim;
3. Sukuk menjadi alternatif pembiayaan yang perkembangannya lebih lambat dibanding obligasi konvensional;
4. Tingkat pertumbuhan sukuk korporasi cukup tertinggal dibanding sukuk negara;
5. Biaya penerbitan sukuk masih cukup tinggi;
6. Perdagangan/*trading* sukuk di pasar sekunder masih kurang likuid;
7. Masih terbatasnya penelitian mengenai penerbitan sukuk korporasi di Indonesia;
8. Perusahaan menerbitkan sukuk dalam kondisi informasi asimetris yang tinggi;
9. Jenis akad dalam penerbitan sukuk kurang beragam;
10. Sinyal negatif pasar modal terhadap penerbitan sukuk.

C. Pembatasan Masalah

Dalam meneliti mengenai analisis faktor-faktor yang mempengaruhi penerbitan sukuk korporasi di Indonesia, pembatasan masalah diperlukan dalam rangka memperjelas objek penelitian dan pokok pembahasan. Maka dari itu, pembatasan masalah dari penelitian ini yaitu:

1. Populasi yang digunakan adalah perusahaan yang masih memiliki sukuk beredar (*outstanding*) di Indonesia per Mei 2017;
2. Periode pengamatan yaitu selama lima tahun, dari 2012 sampai 2016;
3. Variabel independen yang diuji yaitu ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan (*growth opportunities*), serta aksesibilitas pasar modal syariah terhadap variabel dependen penerbitan sukuk.

D. Perumusan Masalah

Penelitian ini dilakukan karena masih terbatasnya literatur yang membahas mengenai penerbitan sukuk (Mohamed, dkk., 2015). Maka dari itu, penulis meneliti ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan (*growth opportunities*) serta aksesibilitas pasar modal syariah terhadap penerbitan sukuk. Adapun pertanyaan penelitian dalam skripsi ini, yaitu:

1. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia?
2. Apakah pertumbuhan perusahaan (*growth opportunities*) berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia?

3. Apakah aksesibilitas pasar modal syariah berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia?

E. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat, antara lain:

1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat menambah literatur mengenai penerbitan sukuk.

2. Manfaat Praktis

a) Perusahaan

Melalui penelitian ini, diharapkan lebih banyak perusahaan yang memilih sukuk sebagai alternatif dalam melakukan pembiayaan.

b) Investor

Penelitian ini diharapkan dapat menambah kesadaran (*awareness*) kepada investor mengenai obligasi syariah/sukuk serta menarik investor untuk membeli sukuk.