

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Tahun 2016 menjadi tahun ke-2 berturut-turut stagnannya pertumbuhan aset keuangan syariah secara global, terutama pada total nilai industri pada tiga sektor utamanya yaitu perbankan, pasar modal, dan asuransi. Berdasarkan data *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2017* aset industri syariah diperkirakan mencapai USD 1,89 triliun pada tahun 2016 (Tabel 1.1). Sedangkan pada laporan IFSI (SR) 2016 sebesar USD 1,88 triliun dan pada laporan IFSI (SR) 2015 sebesar USD 1,87 triliun. Perlambatan sebagian besar terjadi disebabkan oleh penyesuaian nilai aset perbankan islam global dalam mata uang Dolar AS di balik depresiasinya nilai mata uang di pasar perbankan syariah utama (misalnya Iran, Malaysia, Turki, Indonesia).

Tabel 1.1

Region	Islamic Banking	<i>Shukūk</i> Outstanding	Islamic Funds Assets	<i>Takāful</i> Contributions	Total
Asia	218.6	182.7	19.8	4.4	425.5
GCC	650.8	115.2	23.4	11.7	801.1
MENA (ex-GCC)	540.5	16.6	0.2	8.4	565.7
Africa (ex-North Africa)	26.6	1.9	1.5	0.6	30.6
Others	56.9	2.1	11.2	--	70.2
Total	1,493.40	318.5	56.1	25.1	1,893.10

Sumber: Islamic Financial Services Industry Stability Report 2017

Indonesia sebagai negara muslim terbesar juga terus berupaya mengembangkan industri keuangan syariah. Perkembangan industri keuangan syariah Indonesia menunjukkan bahwa dari tahun 2013 hingga tahun 2016 total aset keuangan syariah meningkat, meskipun pertumbuhannya sempat mengalami

penurunan di tahun 2014, yaitu pertumbuhannya sebesar 18,17% jika dibanding tahun 2013 yang tumbuh sebesar 26,21% dari tahun sebelumnya. Pada Desember 2016, total aset keuangan syariah Indonesia (tidak termasuk saham syariah) mencapai Rp889,28 triliun atau sekitar USD66,2 miliar (roadmap pengembangan keuangan syariah Indonesia 2017-2019). Sedangkan pada kancah global Indonesia mengalami pasang surut. Hal tersebut terlihat dari publikasi *Global Islamic Finance Report* yang menempatkan Indonesia pada peringkat ke-7 *Islamic Finance Country Index* untuk tahun 2015 yang kemudian naik ke peringkat 6 di tahun 2016 dan turun kembali ke peringkat 7 di tahun 2017 . (Gambar 1.2)

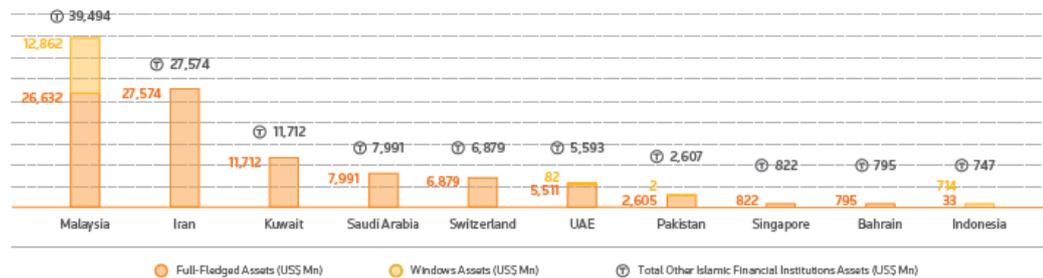
Gambar 1.2

COUNTRIES	2017 IFCI	2016 IFCI	2017 IFCI	2016 IFCI	CHANGE
	RANK	RANK	SCORE	SCORE	
 MALAYSIA	1	1	79.25	77.77	-
 IRAN	2	2	78.42	77.39	-
 SAUDI ARABIA	3	3	65.90	66.98	-
 UNITED ARAB EMIRATES	4	4	38.02	36.68	-
 KUWAIT	5	5	35.20	35.51	-
 PAKISTAN	6	9	24.30	18.89	+3
 INDONESIA	7	6	23.98	24.21	-1
 BAHRAIN	8	8	21.96	21.90	-
 QATAR	9	7	21.94	22.02	-2
 BANGLADESH	10	10	16.73	16.14	-

Sumber : Islamic Finance Country Index 2017

Walaupun demikian, berdasarkan *Thomson Reuters Islamic Finance Development Report 2016*, Indonesia masih masuk kedalam 10 negara dengan aset keuangan syariah terbesar yaitu menempati peringkat ke-9. (Gambar 1.1)

Gambar 1.1



Sumber : Thomson Reuters Islamic Finance Development Report 2016

Dalam perkembangannya, industri keuangan syariah di Indonesia memiliki karakteristik yang berbeda dibanding negara lain seperti Malaysia dan *Gulf Cooperation Council* (GCC), yang lebih fokus pada perbankan investasi dan instrumen keuangan syariah. Indonesia memiliki kompleksitas yang melingkupi banyak jenis industri jasa keuangan serta lebih berorientasi pada segmen ritel. Indonesia mempunyai lembaga jasa keuangan syariah dan nasabah keuangan syariah terbesar dalam satu yurisdiksi tunggal, selain adanya pengembangan hal-hal tertentu yang menampilkan karakteristik khas keuangan syariah Indonesia seperti Bank Pembiayaan Rakyat Syariah (BPRS) dan institusi keuangan mikro syariah informal. (Roadmap Pengembangan Keuangan Syariah Indonesia 2017-2019)

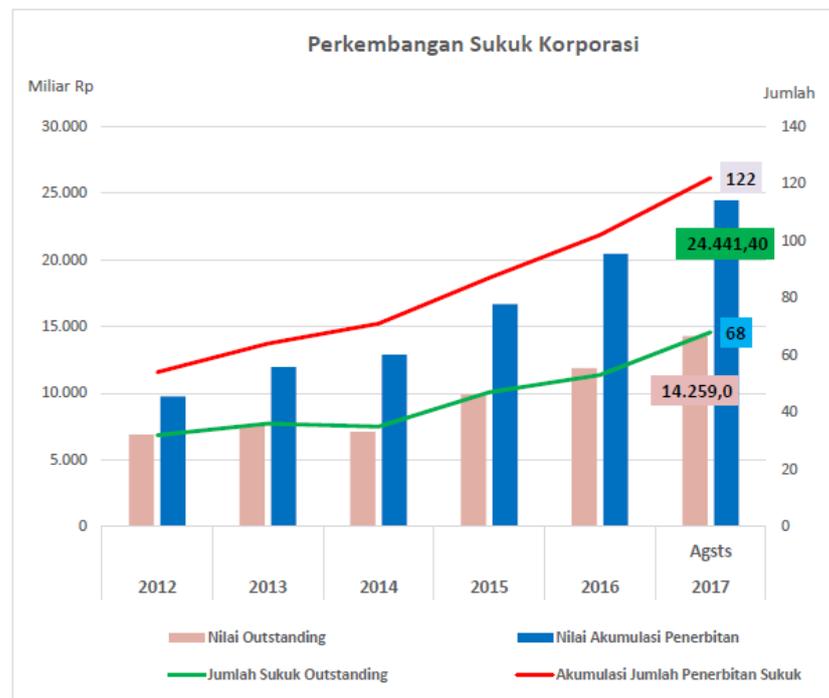
Salah satu sektor utama dalam industri keuangan syariah adalah pasar modal. Perkembangan pasar modal syariah Indonesia diawali dengan penerbitan reksa dana syariah pada tahun 1997. Selanjutnya diikuti dengan munculnya *Jakarta Islamic Index* (JII) pada tahun 2000 dan diterbitkannya obligasi syariah *mudharabah* pada tahun 2002. Dalam rangka memberikan kepastian hukum, Bapepam – LK menerbitkan paket regulasi pasar modal syariah pada tahun 2006

dan Daftar Efek Syariah (DES) pada tahun 2007. Hal ini telah memperkuat infrastruktur pasar modal syariah. Pada tahun 2008, pemerintah pertama kali menerbitkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Selanjutnya, untuk memfasilitasi investor yang ingin bertransaksi efek syariah seperti saham syariah dan *Exchange Traded Funds* (ETF) syariah telah diluncurkan sistem online trading syariah pada tahun 2011.

Pasar modal syariah berkembang di berbagai negara, baik di negara yang mayoritas penduduknya muslim seperti negara di kawasan Timur Tengah, Indonesia, Malaysia, maupun negara yang mayoritas penduduknya non muslim seperti Inggris dan Jerman. Perkembangan pasar modal syariah dapat dilihat dari perkembangan produk syariah seperti sukuk, saham syariah, dan reksa dana syariah. *Thomson Reuters Islamic Finance Development Report* melaporkan sukuk global sebesar US \$ 342 miliar pada akhir 2015, 14% meningkat dibanding tahun 2014, dengan Malaysia sebagai negara yang paling besar jumlah sukuknya. Pada tahun 2015, sukuk senilai US \$ 68 miliar dikeluarkan di seluruh dunia dengan Malaysia juga yang paling teratas.

Walau *trend* perkembangan sukuk korporasi di Indonesia (gambar 1.1) cenderung mengalami kenaikan, perkembangan pasar modal syariah Indonesia belum mencapai porsi yang cukup signifikan di industri pasar modal. Nilai produk syariah seperti sukuk dan reksa dana syariah yang beredar masing-masing masih di bawah 5% dibandingkan dengan total produk yang beredar.

Gambar 1.2



Sumber: Statistik Sukuk Agustus 2017 dipublikasikan oleh OJK

Market share pasar modal syariah dalam beberapa tahun belakang dianggap masih belum menunjukkan eksistensinya sebagai barometer investor syariah. penyebab rendahnya *market share* pasar modal syariah ibarat *chicken and egg*. Emiten dan penjamin emisi kurang percaya diri untuk menawarkan sukuk dalam jumlah besar, khawatir tak terserap pasar (Hoesen, 2017) (dalam www.republika.co.id). Walaupun demikian investasi obligasi syariah tahun 2017 masih menguntungkan. Kinerja indeks *Indonesia Sukuk Composite Total Return* yang disusun *Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA)* menunjukkan imbal hasil rata-rata investasi sukuk di kuartal I-2017 mencapai 4,74%. *Indonesia Government Sukuk Index* menunjukkan rata-rata imbal hasil investasi sukuk

negara di kuartal satu mencapai 4,76%. Sedang imbal hasil rata-rata sukuk korporasi, sebagaimana ditunjukkan *Indonesia Corporate Sukuk Index*, mencapai 3,89%.

Tabel 1.3

	2010	2011	2012	2013	2014	Pertumbuhan
Nilai sukuk beredar	6,12	5,89	6,88	7,55	7,11	16,18%
Nilai total sukuk dan obligasi beredar	114,82	146,97	187,46	218,22	223,46	94,63%
Pangsa Pasar Sukuk (%)	5,33%	4,00%	3,67%	3,46%	3,18%	-40,34%

Sumber: Roadmap Pasar Modal Syariah 2015-2019

Pada table 1.2 menunjukkan penerbitan sukuk dan obligasi dari tahun 2010 sampai dengan 2014. Dalam periode lima tahun tersebut rata-rata penerbitan sukuk pada kisaran Rp1,2 trilyun per tahun, sedangkan obligasi mencapai Rp49,6 trilyun per tahun. Selama lima tahun tersebut sukuk paling banyak diterbitkan pada tahun 2013, yaitu sebesar Rp2,2 trilyun. Sedangkan paling sedikit sukuk diterbitkan pada tahun 2011, yaitu hanya sebesar Rp100 milyar. Dalam Roadmap tersebut dijelaskan bahwa analisisnya mengarah pada kesimpulan bahwa penurunan pangsa pasar yang signifikan dikarenakan banyaknya sukuk yang jatuh tempo dalam periode lima tahun tersebut, sementara itu penerbitan sukuk baru tidak cukup signifikan. Dengan demikian perlu adanya strategi pengembangan pasar modal syariah yang dapat mendorong pertumbuhan sukuk korporasi

Tabel 1.4

	2010	2011	2012	2013	2014	Pertumbuhan
Nilai Penerbitan Sukuk	0,80	0,10	1,98	2,20	0,92	16,08%
Nilai Penerbitan Obligasi Korporasi	35,8	45,64	65,66	55,29	45,62	94,63%
Total Penerbitan Sukuk dan Obligasi	36,6	45,74	67,64	57,49	46,54	-40,34%
Pangsa Pasar Sukuk terhadap Obligasi	2,19%	0,22%	2,93%	3,83%	1,98%	1,98%

Sumber: Roadmap Pasar Modal Syariah 2015-2019

Pada tabel 1.3 menunjukkan nilai penerbitan sukuk yang masih relative kecil dibanding total nilai penerbitan sukuk dan obligasi syariah. Sehingga dapat disimpulkan berdasarkan tabel 1.2 dan 1.3 bahwa sukuk korporasi memiliki masalah dari sisi *demand* dan *supply*. Dari sisi *supply*, pada roadmap tersebut dijelaskan bahwa masih kurangnya pemahaman pelaku pasar dan tentang produk pasar modal syariah khususnya sukuk berdampak pada kurangnya minat perusahaan menerbitkan sukuk. Sedangkan dari sisi *demand*, masyarakat yang belum paham juga tidak tertarik untuk berinvestasi pada sukuk.

Berbeda dengan sukuk korporasi, sukuk ritel negara mengalami penurunan peminat. Pada bulan April 2017 lalu Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan (Kemenkeu) menargetkan penjualan Sukuk Negara Ritel (Sukri) Seri SR-009 sebesar Rp 20 triliun. Akan tetapi hasil penjualan Sukuk Negara Ritel (Sukri) Seri SR-009 hanya senilai Rp14,04 triliun ke 29.838 investor yang artinya penjualan SR-009 meleset dari target. Bahkan

angka tersebut juga kurang dari separuh penjualan seri Sukri sebelumnya SR-008, yang mampu menyerap Rp31,5 triliun dari 48.444 investor.

Banyak faktor yang menyebabkan investor lebih tertarik dengan jenis investasi seperti obligasi dibandingkan saham. Pertama, pendapatan yang diberikan oleh obligasi cenderung bersifat tetap, sehingga resiko kerugian (*loss*) yang akan diterima investor rendah. Kedua, apabila suatu perusahaan mengalami kebangkrutan maka secara otomatis investor obligasi akan lebih diutamakan dalam pengembalian dananya dibandingkan dengan pemegang saham. (Siti dan Mulyo, 2012)

Dalam investasi obligasi, pendapatan atau imbal hasil (*return*) yang akan didapatkan oleh investor dari hasil penempatan dananya pada obligasi dinamakan *yield*. Sesuai dengan teori pengharapan (*expectation theory*), investor akan cenderung mengharapkan pengembalian yang tinggi kepada penerbit (*issuer*) untuk investasi jangka panjang. Hal ini disebabkan adanya ketidakpastian tingkat suku bunga dimasa depan, sehingga nilai obligasi akan bergerak fluktuatif bahkan turun.

Pada tahun 2010 lalu terjadi kasus yang berkaitan dengan sukuk yaitu penundaan pelunasan bayar sukuk oleh perusahaan Nakheel (anak perusahaan Dubai *World*) yang disampaikan langsung oleh Pemerintah Dubai. Nilai sukuk yang ditunda pembayaran pokoknya adalah sebesar 3,52 miliar USD untuk asset senilai 4,22 miliar USD. Tanggal jatuh temponya adalah tanggal 14 Desember 2009, diusulkan ditunda hingga 30 Mei 2010. Penundaan ini tentunya memberikan efek negatif bagi pemegang sukuk tersebut yang sangat

membutuhkan likuiditas. Hal ini menyebabkan jatuhnya harga sukuk tersebut hingga -31,11% (menjadi 62) dalam satu hari pada tanggal 26 November 2009.

Dodik Siswanto (2009) menganalisis, bahwa *Underwriter* dari sukuk Nakheel adalah *Barclay Capital* dan *Dubai Islamic Bank PJSC*, terbit mulai 14 Desember 2006 dan jatuh tempo 14 Desember 2009. Rate yang diberikan adalah 6,345% per tahun. Di dalam prospektusnya sendiri disebutkan bahwa terdapat resiko dalam sukuk tersebut misalnya:

1. Dubai World sendiri tidak mempunyai laporan konsolidasi, sehingga laporan secara umum sebagai holding company tidak begitu jelas
2. Ketergantungan pada proyek Nakheel cukup besar bagi Dubai World
3. Terdapat resiko ketidaktepatan waktu dalam penyelesaian proyek property
4. Ketidakcukupan dana untuk penyelesaian proyek
5. Penurunan harga property dan tren ekonomi yang melemah
6. Likuiditas sukuk di pasar sekunder

Penilaian ukuran perusahaan yang dilakukan oleh seorang investor sangatlah penting. Total aktiva dari sebuah perusahaan dapat dijadikan patokan untuk mengukur perusahaan tersebut bagus atau tidak dalam mengelola aset perusahaannya. Semakin baik perusahaan mengelola aset akan memberikan harapan yang lebih kepada investor akan imbal hasil atau *yield* yang akan diperoleh. Akan tetapi dapat terlihat bahwa ukuran perusahaan yang cukup besar dimiliki oleh Nakheel bukan satu-satunya faktor yang harus dijadikan pertimbangan oleh investor.

Selain ukuran perusahaan kinerja perusahaan juga harus dipertimbangkan oleh investor. Berkaitan dengan kinerja, salah satu penilaian kinerja suatu perusahaan dapat dilihat melalui analisis kinerja keuangan. Kinerja keuangan perusahaan dapat diukur dengan rasio laporan keuangan seperti rasio likuiditas,

leverage, profitabilitas, dan cakupan perusahaan. Rasio *Leverage* mengukur seberapa besar aktiva yang dimiliki perusahaan berasal dari utang atau modal. . Dengan penggunaan hutang yang semakin besar mengakibatkan tingginya risiko perusahaan gagal membayar kewajibannya. Semakin kecil rasio *leverage* semakin baik dan sebaliknya

Risiko dari sukuk Nakheel juga memiliki tingkat yang cukup tinggi yang mengakibatkan kekecewaan investor akan keterlambatan pelunasan bayar sukuk. Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya risiko dari sukuk nakheel sudah terdapat pada prospektus perusahaan nakheel. Sehingga faktor risiko ini menjadi faktor yang harus diperhitungkan oleh investor. Filosofi *high risk high return* dalam berinvestasi harus tetap di pertimbangkan. Perusahaan dengan *return* yang besar tentunya akan memiliki risiko yang besar pula, begitupun sebaliknya.

Pada tahun 2012 juga terjadi kasus berkaitan dengan sukuk yaitu tentang peringkat sukuk yang dialami oleh PT Berlian Laju Tanker Tbk (BLTA). PT Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo) menurunkan peringkat obligasi IV/2009 yang dikeluarkan oleh PT Berlian Laju Tanker Tbk (BLTA) menjadi "D" dari "CCC". Selain itu, Pefindo juga menurunkan peringkat sukuk ijarah II/2009 menjadi "D" dari "CCC" karena perusahaan gagal memenuhi pembayaran bunga dan cicilan imbalan Ijarah yang jatuh tempo pada 28 Februari 2012. Pefindo juga menurunkan peringkat obligasi III/2007 dan sukuk ijarha I/2007 menjadi "D" dan "D" dari "CCC" dan "CCC". Demikian seperti dikutip dari siaran pers yang diterima, Rabu (29/2/2012). Pefindo juga menurunkan peringkat perusahaan menjadi D dari SD karena Pefindo melihat kemungkinan besar BLTA tidak akan dapat memenuhi pembayaran pokok utang maupun bunga pada saat jatuh tempo.

BLTA memiliki 40 kapal tanker kimia, 11 kapal tanker minyak, 15 kapal tanker gas, 1 tanker FPSO, dan 27 kapal sewa. (<http://pasarmodal.inilah.com>)

Peringkat obligasi juga informasi yang dapat dijadikan pertimbangan dalam pengambilan keputusan seorang investor dalam berinvestasi, yaitu dengan menilai kelayakan dan besarnya risiko gagal bayar atas pengembaliannya. Selain itu, standarisasi yang diberikan oleh Lembaga Pemeringkat terkemuka mencerminkan kemampuan penerbit obligasi dan kesediaan mereka untuk membayar bunga dan pembayaran pokok sesuai jadwal. Semakin tinggi *rating* sebuah obligasi semakin rendah kemungkinan gagal bayar dan *return/yield* yang didapat akan semakin tinggi.

Peringkat menjadi sebuah raport kinerja suatu perusahaan, seperti kasus PT. BLTA yang mana ia merupakan perusahaan besar, akan tetapi peringkat obligasinya diturunkan menjadi D. Lembaga pemeringkat dalam hal ini Pefindo menganalisis BLTA sedang mengalami penurunan kinerja, sehingga dikhawatirkan tidak dapat melunasi kredit dan merugikan investor.

Berdasarkan uraian latar belakang masalah di atas, maka penelitian ini mengambil judul **“Pengaruh *Leverage*, Ukuran Perusahaan, Peringkat Sukuk, Dan Risiko Sukuk Terhadap *Yield* Sukuk”**

B. Perumusan Masalah

Berdasarkan permasalahan pokok yang telah disebutkan sebelumnya pada latar belakang, maka peneliti dapat merumuskan beberapa permasalahan yang terjadi, yaitu:

1. Apakah leverage berpengaruh terhadap *yield* sukuk?
2. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *yield* sukuk?
3. Apakah Peringkat sukuk berpengaruh terhadap *yield* sukuk?
4. Apakah risiko sukuk berpengaruh terhadap *yield* sukuk?

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah dijelaskan sebelumnya, maka tujuan dari penelitian ini sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui apakah leverage berpengaruh terhadap *yield* sukuk?
2. Untuk mengetahui apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *yield* sukuk?
3. Untuk mengetahui apakah peringkat sukuk berpengaruh terhadap *yield* sukuk?
4. Untuk mengetahui apakah risiko sukuk berpengaruh terhadap *yield* sukuk?

D. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan memiliki kegunaan sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat meningkatkan daya pikir ilmiah dalam disiplin ilmu yang digeluti khususnya penerapan akuntansi

syariah. Penelitian ini dapat menjadi bahan kajian bagi mahasiswa yang tertarik membahas topik mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *yield* sukuk.

2. Manfaat Praktis

Penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan kegunaan secara praktis yaitu menjadi bahan pertimbangan dan informasi bagi pasar modal syariah dalam mengembangkan permodalan syariah khususnya sukuk. Sebagai bahan pertimbangan dan informasi bagi masyarakat dalam berinvestasi pada insdustri keuangan syariah.