

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Pasar Modal Syariah

“Pasar modal dapat dijadikan sebagai tempat untuk memperoleh dana, baik dana dalam negeri maupun luar negeri”.²⁰ Untuk lebih mendalami pengertian pasar modal syariah, ada baiknya perlu dijelaskan pengertian pasar modal itu sendiri. Pengertian pasar modal menurut Undang-undang Pasar Modal No.8 tahun 1995,

Pasar modal yaitu sebagai suatu 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.²¹

Sementara Fakhruddin mendefinisikan “pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang atau pun modal sendiri”.²² Definisi pasar modal menurut Siamat, “pasar modal adalah pasar konkret atau abstrak yang mempertemukan pihak yang menawarkan dan memerlukan dana jangka panjang, yaitu jangka satu tahun ke atas”.²³

²⁰ Ilma Mufidatul Lutfiana, “Kontribusi Inflasi, Suku Bunga, Kurs, Produk Domestik Bruto terhadap Harga Saham Kelompok Jakarta Islamic Index di Indonesia Periode 2007-2015”, *Jurnal An-Nisbah*, Vol. 04, No. 01, (Tulungagung: IAIN Tulungagung, Oktober 2017).

²¹ Aziz, *Manajemen Investasi*, hlm.62.

²² Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*, (Jakarta: Salemba Empat, 2001), hlm.1.

²³ Dahlan Siamat, *Manajemen Lembaga Keuangan*, Edisi Keempat, (Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, 2004), hlm.249.

Pertumbuhan suatu pasar modal sangat tergantung dari kinerja perusahaan efek. Untuk mengkoordinasikan modal, dukungan teknis dan sumber daya manusia dalam pengembangan pasar modal diperlukan suatu kepemimpinan yang efektif. Perusahaan-perusahaan harus menjalin kerjasama yang erat untuk menciptakan pasar yang mampu menyediakan berbagai jenis produk dan alternatif investasi bagi masyarakat. Di pasar modal terdapat berbagai macam informasi, seperti laporan keuangan, kebijakan manajemen, rumor di pasar modal, prospektus, saran dari broker, dan informasi lainnya.

Sedangkan pengertian pasar modal syariah berdasarkan atas “Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No: 40/DSN-MUI/X/2003 tentang pasar modal dan pedoman umum penerapan prinsip syariah di bidang pasar modal”²⁴ adalah sebagai berikut (1) pasar modal 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, dan (2) pasar modal beserta seluruh mekanismenya terutama mengenai emiten, jenis efek yang diperdagangkan, dan mekanisme perdagangannya dipandang telah sesuai dengan syariah apabila telah memenuhi prinsip-prinsip syariah.

Dalam melakukan transaksi di pasar modal, barang yang diperjualbelikan kita kenal dengan istilah instrumen pasar modal. Instrumen pasar modal pada prinsipnya adalah semua surat berharga (efek) yang umum diperjualbelikan melalui pasar modal. Adapun pasar modal syariah secara khusus

²⁴ Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Syariah di Bidang Pasar Modal, *Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional*, Edisi Kedua, (Jakarta: Intermedia, 2003), hlm.272.

memperjualbelikan efek syariah. Efek syariah adalah efek yang akad, pengelolaan perusahaan, dan cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah yang didasarkan atas ajaran Islam yang penetapannya dilakukan oleh DSN-MUI dalam bentuk fatwa.

Pada prinsipnya, investasi syariah di pasar modal tidak terlalu berbeda dengan investasi keuangan konvensional. Namun, ada beberapa prinsip mendasar yang membedakan antara investasi syariah dan konvensional di pasar modal tersebut. “*Pertama*, investasi di pasar modal tidak boleh mengandung unsur riba (bunga). *Kedua*, *gharar* (ketidakpastian atau spekulasi). *Ketiga*, *maysir* (judi)”²⁵

Adapun “prinsip dalam transaksi yang mengandung unsur *dharar*, *gharar*, riba, *maysir*, maksiat, dan kezhaliman sebagaimana yang dimaksud, meliputi”:²⁶

- (1) *Najsy* yaitu melakukan penawaran palsu;
- (2) *bai' al-ma'dum* yaitu melakukan penjualan atas barang (efek syariah) yang belum dimiliki (*short selling*);
- (3) *insider trading* yaitu memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan atas transaksi yang dilarang;
- (4) menimbulkan informasi yang menyesatkan;
- (5) *margin trading* yaitu melakukan transaksi atas efek syariah dengan fasilitas pinjaman berbasis bunga atas kewajiban penyelesaian pembelian efek syariah tersebut; serta
- (6) *ihtikar* (penimbunan) yaitu melakukan pembelian atau dan pengumpulan suatu efek syariah untuk menyebabkan perubahan harga efek syariah dengan tujuan mempengaruhi pihak lain.

Menurut fatwa DSN, prinsip-prinsip syariah di bidang pasar modal yaitu pasar modal beserta seluruh mekanisme kegiatannya, terutama mengenai emiten,

²⁵ Aziz, *Manajemen Investasi*, hlm.63.

²⁶ *Ibid.*, hlm.64.

jenis efek yang diperdagangkan, dan mekanisme perdagangannya dipandang telah sesuai dengan syariah apabila telah memenuhi prinsip-prinsip syariah dan telah memperoleh Pernyataan Kesesuaian Syariah.

Adapun masing-masing jenis instrumen pasar modal syariah, antara lain “saham syariah adalah sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan perusahaan yang diterbitkan oleh emiten yang kegiatan usaha dan cara pengelolaannya tidak bertentangan dengan prinsip syariah”.²⁷ Sukuk adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Surat Berharga Syariah Nasional (SBSN) adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing.

Selain itu, “reksadana syariah adalah reksadana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip syariat Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harta (*shahib al-mal/rabb al-mal*) dengan manajer investasi”.²⁸ Efek beragun aset syariah adalah efek yang diterbitkan oleh kontrak investasi kolektif syariah yang portofolionya terdiri atas aset keuangan yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Warran syariah adalah produk turunan saham (*derivatif*) yang dinilai sesuai dengan kriteria DSN. Warran memiliki hak untuk membeli sebuah saham pada harga yang telah ditetapkan dengan waktu yang telah ditetapkan pula.

²⁷ Arif, *Lembaga Keuangan*, hlm.355.

²⁸ *Ibid.*, hlm.366.

Dalam melaksanakan transaksi di pasar modal diperlukan penjual dan pembeli. Penjual dan pembeli di pasar modal kita sebut sebagai para pemain dalam transaksi di pasar modal. Para pemain terdiri dari pemain utama dan lembaga penunjang yang bertugas melayani kebutuhan dan kelancaran pemain utama. Pemain utama dalam pasar modal adalah perusahaan yang akan melakukan penjualan (emiten) dan pembeli atau pemodal (investor) yang akan membeli instrumen yang ditawarkan oleh emiten. Kemudian didukung oleh lembaga penunjang yang mendukung kelancaran operasi di pasar modal.

Adapun para pemain utama dan lembaga penunjang yang terlibat langsung dalam proses transaksi di pasar modal, antara lain *pertama*, “emiten adalah perusahaan yang akan melakukan penjualan surat-surat berharga atau melakukan emisi di bursa”.²⁹ Emiten dalam melakukan emisi dapat memilih dua macam instrumen pasar modal, yaitu antara bersifat kepemilikan atau utang. Jika bersifat kepemilikan, maka diterbitkanlah saham dan jika yang dipilih adalah instrumen utang, maka diterbitkan obligasi. Tujuan emiten melakukan emisi antara lain untuk perluasan usaha, memperbaiki struktur modal, dan mengadakan pengalihan pemegang saham.

Kedua, ‘investor adalah pemodal yang akan membeli atau menanamkan modalnya di perusahaan yang melakukan emisi’.³⁰ Sebelum membeli surat-surat berharga yang ditawarkan, para investor biasanya melakukan penelitian dan analisis-analisis tertentu yang mencakup bonafiditas perusahaan, prospek usaha

²⁹ Kasmir, *Bank dan Lembaga*, hlm.187.

³⁰ *Ibid.*, hlm.188.

emiten, dan analisis lainnya. Tujuan investor melakukan investasi di pasar modal adalah memperoleh dividen, kepemilikan perusahaan, dan berdagang.

Ketiga, “lembaga penunjang berfungsi mendukung beroperasinya pasar modal sehingga mempermudah emiten maupun investor dalam melakukan berbagai kegiatan yang berkaitan dengan pasar modal”.³¹ Para lembaga penunjang yang memegang peranan penting di dalam mekanisme pasar modal adalah sebagai berikut (1) penjamin emisi (*underwriter*) merupakan lembaga yang menjamin terjualnya saham atau obligasi sampai batas waktu tertentu dan dapat memperoleh dana yang diinginkan emiten; (2) perantara perdagangan efek (broker/pialang) bertugas untuk memberikan informasi tentang emiten dan melakukan penjualan efek kepada investor; (3) perdagangan efek (*dealer*) berfungsi sebagai pedagang perantara dalam jual beli efek; (4) penanggung (*guarantor*) merupakan lembaga penengah yang memberikan keyakinan dan kepercayaan atas risiko yang mungkin timbul dari emiten; (5) wali amanat (*trustee*) bertugas menilai kekayaan emiten, menganalisis kemampuan emiten, melakukan pengawasan dan perkembangan emiten, memberi nasihat kepada para investor dalam hal yang berkaitan dengan emiten, memonitor pembayaran bunga dan pokok obligasi, dan bertindak sebagai agen pembayaran; (6) perusahaan surat berharga (*securities company*) merupakan perusahaan yang mengkhususkan diri dalam perdagangan surat-surat berharga yang tercatat di bursa efek; (7) perusahaan pengelola dana yaitu perusahaan yang kegiatannya mengelola surat-surat berharga yang akan menguntungkan sesuai dengan keinginan investor; serta (8) kantor administrasi efek merupakan kantor

³¹ *Ibid.*, hlm.189.

yang membantu para emiten maupun investor dalam rangka memperlancar administrasinya.

Pasar modal merupakan salah satu pilar penting dalam perekonomian dunia saat ini. Banyak industri dan perusahaan yang menggunakan institusi pasar modal sebagai media untuk menyerap investasi dan media untuk memperkuat posisi keuangannya. “Menurut Syawqy, secara faktual, pasar modal telah menjadi *financial nerve-centre* (saraf finansial dunia) ekonomi modern”.³² Bahkan, perekonomian modern tidak akan mungkin eksis tanpa adanya pasar modal yang terorganisir dengan baik. Setiap hari terjadi transaksi triliunan rupiah melalui institusi ini.

Jadi, peranan fundamental pasar modal dalam kegiatan ekonomi adalah memfasilitasi secara langsung bagi para pemilik modal guna berpartisipasi dalam meraih keuntungan berinvestasi, memfasilitasi para pengusaha mendapatkan tambahan modal untuk menstabilkan tingkat likuiditas perusahaannya dengan menjual kepemilikan saham dan obligasi perusahaan, dan memfasilitasi upaya berbagai perusahaan guna peningkatan kemampuan keuangan perusahaan dalam rangka ekspansi usaha, serta untuk mempermudah perusahaan di dalam membagi pengelolaan keuangan internal perusahaan dengan kegiatan keuangan eksternal perusahaan.

Fungsi dari keberadaan pasar modal syariah adalah masyarakat berpartisipasi dalam kegiatan bisnis dengan memperoleh bagian dari keuntungan dan risikonya. Para pemegang saham menjual sahamnya guna mendapatkan

³² Aziz, *Manajemen Investasi*, hlm.68.

likuiditas, perusahaan meningkatkan modal dari luar untuk membangun dan mengembangkan lini produksinya, dan memisahkan operasi kegiatan bisnis dari fluktuasi jangka pendek pada harga saham yang merupakan ciri umum pada pasar modal konvensional, serta investasi ekonomi ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis yang tercermin pada harga saham.

Oleh karena itu, dapat disederhanakan bahwa peran pasar modal pada dasarnya sangat penting dalam menumbuhkembangkan geliat perekonomian nasional, serta bermanfaat bagi para investor dalam menyertakan dana, karena

Pasar modal merupakan wahana pengalokasian dana secara efisien, pasar modal sebagai alternatif investasi, memungkinkan para investor untuk memiliki perusahaan yang sehat dan berprospek baik, pelaksanaan manajemen perusahaan secara profesional dan transparan, dan peningkatan aktivitas ekonomi nasional.³³

Perkembangan pasar modal syariah harus secara jelas membedakan diri dengan pasar modal konvensional. Hal yang paling membedakan adalah pasar modal syariah antispekulasi. Tabel 2.1 merupakan perbedaan secara prinsip antara pasar modal syariah dan pasar modal konvensional.

Tabel 2.1
Perbedaan Investasi di Pasar Modal Syariah dan Konvensional

No.	Syariah	Konvensional
1.	Investasi terbatas pada sektor-sektor tertentu yang tidak dilarang atau masuk dalam <i>negative list</i> investasi syariah dan tidak atas dasar utang (<i>debt-bearing investmnet</i>).	Investasi bebas untuk memilih investasi antara <i>debt-bearing investment</i> dengan <i>profit-bearing investment</i> di seluruh sektor.
2.	Didasarkan pada prinsip syariah yang mendorong penerapan <i>profit-loss-sharing</i> dan skema kemitraan.	Didasarkan pada prinsip bunga.
3.	Melarang berbagai bentuk bunga, spekulasi, dan judi.	Memperbolehkan spekulasi dan judi yang pada gilirannya akan mendorong fluktuasi pasar yang tidak terkendali

³³ *Ibid.*, hlm.70.

4.	Adanya syariah <i>guideline</i> yang mengatur berbagai aspek, seperti alokasi aset, praktek investasi, perdagangan, dan distribusi pendapatan.	<i>Guideline</i> investasi secara umum pada produk hukum pasar modal.
----	--	---

Sumber: Jusmaliani, Investasi Syariah, 2008

Selain perbedaan di atas, pasar modal syariah di samping diawasi oleh Bapepam, juga terdapat DSN yang secara bersama-sama melakukan kegiatan pengawasan. DSN dalam hal ini akan berfungsi sebagai pusat referensi (*reference center*) atas semua aspek-aspek syariah yang ada dalam kegiatan pasar modal syariah. DSN dalam pengawasannya, juga memberikan fatwa-fatwa sehubungan dengan kegiatan emisi, perdagangan, pengelolaan portofolio efek-efek syariah, dan kegiatan lain yang berhubungan dengan efek syariah. Jadi, DSN mempunyai kewenangan penuh untuk memberikan keputusan tentang berhak tidaknya sebuah efek menyangkut label syariah.

Perkembangan pasar modal syariah di Indonesia secara umum ditandai oleh berbagai indikator di antaranya adalah semakin maraknya para pelaku pasar modal syariah yang mengeluarkan efek-efek syariah selain saham-saham dalam *Jakarta Islamic Index* (JII). Dalam perjalanannya, perkembangan pasar modal syariah di Indonesia telah mengalami kemajuan, di antaranya adalah telah diterbitkan 6 Fatwa DSN-MUI yang berkaitan dengan industri pasar modal.

Fatwa-fatwa tersebut mengatur prinsip-prinsip syariah di bidang pasar modal yang meliputi bahwa suatu efek dipandang telah memenuhi prinsip-prinsip syariah apabila telah memperoleh pernyataan kesesuaian syariah secara tertulis dari DSN-MUI. Adapun tahapan-tahapan yang harus dilalui untuk memperoleh sertifikat/predikat syariah dari DSN-MUI, yaitu “calon emiten terlebih dahulu

harus mempresentasikan terutama struktur bagi hasilnya dengan nasabah/investor, struktur transaksinya, bentuk perjanjiannya seperti perjanjian perwalimananan, dan lain-lain”.³⁴

B. Sukuk

Sukuk atau obligasi syariah merupakan surat berharga yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah Islam. Bedanya dengan obligasi konvensional adalah bahwa obligasi syariah tidak mengenal bunga atau kupon, melainkan konsep imbalan atau bagi hasil dan adanya transaksi pendukung berupa aset atau perjanjian antara pihak yang bertransaksi berdasarkan prinsip syariah.

“Sukuk didefinisikan sebagai suatu dokumen sah yang menjadi bukti penyertaan modal atau bukti utang terhadap pemilikan suatu harta yang boleh dipindahmilikkan dan bersifat kekal atau jangka panjang”.³⁵ Menurut Manab dan Sujianto, “sukuk merupakan salah satu instrumen perekonomian yang menunjukkan kepemilikan suatu asset serta dibuktikan dalam bentuk dokumen atau sertifikat”.³⁶ Sedangkan, sukuk sesuai dengan fatwa Dewan Syariah Nasional No.32/DSN-MUI/IX/2002, adalah

Suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang sukuk yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil/*margin/fee*, serta membayar dana obligasi pada saat jatuh tempo.³⁷

³⁴ *Ibid.*, hlm.75.

³⁵ Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk: Memahami & Membedah Obligasi pada Perbankan Syariah*, (Yogyakarta: Ar-Ruzz Media, 2010), hlm.93.

³⁶ Abdul Manab dan Agus Eko Sujianto, *Pengaruh Stabilitas Ekonomi Makro terhadap Penerbitan Sukuk Negara di Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam*, (Tulungagung: Cahaya Abadi, 2016), hlm.13.

³⁷ Arif, *Lembaga Keuangan*, hlm.360.

Dengan demikian, pemegang sukuk akan mendapatkan keuntungan bukan dalam bentuk bunga melainkan dalam bentuk bagi hasil/*margin/fee*. *The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution (AAOIFI)* mendefinisikan, “sukuk sebagai sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan yang tidak dibagikan atas suatu aset, hak manfaat, dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan investasi tertentu”.³⁸

Dari definisi di atas dapat disimpulkan bahwa sukuk adalah obligasi yang ditawarkan dengan ketentuan yang mewajibkan emiten untuk membayar kepada pemegang sukuk sejumlah pendapatan bagi hasil dan membayar kembali dana sukuk pada tanggal pembayaran kembali dana sukuk. Pendapatan bagi hasil dibayarkan setiap periode tertentu (3 bulan, 6 bulan atau setiap tahun). Besarnya pendapatan bagi hasil dihitung berdasarkan perkalian antara nisbah pemegang sukuk dengan pendapatan yang dibagihasilkan yang besarnya tercantum dalam laporan keuangan konsolidasi emiten triwulan yang terakhir diterbitkan sebelum tanggal pembayaran pendapatan bagi hasil yang bersangkutan. Pembayaran pendapatan bagi hasil kepada masing-masing pemegang sukuk akan dilakukan secara proporsional sesuai dengan porsi kepemilikan sukuk yang belum dibayar kembali.

Sukuk tidak sama dengan sekuritas berbasis bunga lainnya, sukuk adalah obligasi dengan implementasi berprinsip syariah dan dalam penerbitannya harus ada unsur *underlying asset*. Sukuk memberikan *return* yang lebih rendah dibandingkan obligasi konvensional. Sukuk merupakan instrumen yang lebih

³⁸ Nurul Huda dan Mohammad Heykal, *Lembaga Keuangan Islam: Tinjauan Teoritis dan Praktis*, (Jakarta: Kencana Prenada Media Group, 2010), hlm.265.

likuid daripada obligasi sebagai bukti kurangnya aktivitas pasar sekunder. Keunggulan sukuk terletak pada strukturnya yang berdasarkan aset nyata. Ciri khas lain sukuk adalah jika sertifikat tersebut mencerminkan kewajiban kepada pemegangnya, maka sertifikat tersebut tidak dapat diperjualbelikan pada pasar sekunder sehingga menjadi instrumen jangka panjang yang dimiliki hingga jatuh tempo atau dijual pada nilai nominal.

Oleh karena itu, produk sukuk yang berkembang sekarang ini dapat dibenarkan karena bukan dalam bentuk penjualan uang dengan uang pada harga yang berbeda, tetapi penjualan *asset real* yang diwakili oleh sertifikat sukuk. Demikian juga dengan keuntungan investasi sukuk tidak didasarkan pada kadar faedah yang menjurus kepada riba, tetapi keuntungan diperoleh berdasarkan keuntungan *asset real*, baik dalam bentuk sewa, diskon, maupun *profit sharing*. Dapat ditambahkan bahwa “sukuk mensyaratkan harus melakukan transfer kekayaan yang dilakukan melalui aktivitas pengamanan, baik dalam bentuk transfer obligasi fundamental maupun obligasi hak milik”.³⁹ Hal ini menjadikan kualifikasi investasi sesuai dengan syariah.

“Ada beberapa alasan sukuk dibutuhkan, yaitu berdasarkan perspektif pasar modal dengan adanya sukuk”,⁴⁰ maka (1) pengembangan pasar modal syariah secara lebih luas sebagai implikasi dari *masterplan* pasar modal yang dicanangkan Bapepam Lembaga Keuangan; (2) pengembangan instrumen-instrumen syariah di pasar modal, baik pasar primer maupun sekunder; (3) bentuk pendanaan yang inovatif dan kompetitif, sehingga semakin memperkaya

³⁹ Wahid, *Sukuk: Memahami*, hlm.101.

⁴⁰ Huda dan Heykal, *Lembaga Keuangan*, hlm.240.

pengembangan produk yang ada di pasar modal; serta (4) kebutuhan alternatif instrumen investasi berdasarkan Islam seiring berkembangnya institusi-institusi keuangan Islam.

Sementara perspektif emiten, dengan adanya sukuk maka (1) mengembangkan akses pendanaan untuk masuk ke dalam institusi keuangan nonkonvensional; (2) memperoleh sumber pendanaan yang kompetitif; (3) memperoleh struktur pendanaan yang inovatif dan menguntungkan; serta (4) memberikan alternatif investasi kepada masyarakat pasar modal.

Sukuk telah menyebabkan pergeseran paradigma terhadap sifat produk keuangan Islam yang secara umum dianggap sebagai tidak likuid dan juga kurang berkualitas dalam orientasi pasar. Dengan melihat sifat-sifat umum dari sukuk akan memperlihatkan bahwa sukuk cukup memiliki kualitas yang sama dengan semua pasar lain yang berorientasi aset keuangan konvensional, termasuk hal-hal berikut ini:

Tabel 2.2
Karakteristik Sukuk

Dapat diperdagangkan	Sukuk mewakili pihak pemilik aktual dari aset yang jelas, manfaat aset atau kegiatan bisnis, dan juga dapat diperdagangkan pada harga pasar.
Dapat diperingkat	Sukuk dapat diperingkat dengan mudah oleh Agen Pemberi Peringkat regional dan internasional.
Dapat ditambah	Sebagai tambahan terhadap aset utama atau kegiatan bisnis, sukuk dapat dijamin dengan bentuk kolateral berlandaskan syariah lainnya.
Fleksibilitas hukum	Sukuk dapat distruktur dan ditawarkan secara nasional dan global dengan pajak yang berbeda.
Dapat ditebus	Struktur sukuk diperbolehkan untuk kemungkinan penebusan.

Sumber: Muhammad, Manajemen Keuangan Syari'ah: Analisis Fiqh dan Keuangan, 2014

Selain sukuk negara, ada juga sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan atau yang sering disebut dengan sukuk korporasi. Sukuk yang diterbitkan oleh korporasi tergolong sukuk berisiko dengan tingkatan yang berbeda-beda. Perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan yang bersifat struktural berisiko bangkrut dan gagal bayar. Oleh karena itu, setiap emisi sukuk korporasi selalu disertai dengan surat perjanjian yang menjelaskan secara detail kewajiban dari perusahaan atau lembaga emiten kepada pemilik sukuk, yang antara lain mencakup pembayaran kupon, tanggal jauh tempo, persyaratan *call*, persyaratan *sinking fund* jika ada”.⁴¹

Sebuah perjanjian sukuk mengandung berbagai persyaratan yang ketat, umumnya mencakup berbagai larangan yang tidak boleh dilakukan oleh perusahaan emiten, hal ini dimaksudkan untuk melindungi kepentingan pemilik sukuk terhadap kemungkinan tindakan perusahaan yang dapat merugikan pemegang sukuk. “Contohnya, sebuah perusahaan menerbitkan sukuk dalam bentuk efek beragunan aset (EBA)”.⁴² Dalam perjanjian dipersyaratkan bahwa aset yang diagunkan tidak boleh dijual atau dialihkan kepemilikannya atau diganti dengan aset lain. Ada juga perjanjian yang mempersyaratkan bahwa pemegang saham tidak boleh memperoleh dividen selama masa berlakunya efek sukuk yang diterbitkan.

Di Indonesia terdapat dua skema sukuk, yaitu sukuk *mudharabah* dan sukuk *ijarah*. Sukuk *mudharabah* yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *mudharabah*, dimana satu pihak menyediakan modal (*rab al-*

⁴¹ Tarmiden Sitorus, *Pasar Obligasi Indonesia: Teori dan Praktik*, (Jakarta: PT RajaGrafindo Persada, 2015), hlm.99.

⁴² *Ibid.*, hlm.100.

mal) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (*mudharib*), keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan perbandingan yang telah disetujui sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak yang menjadi penyedia modal. Sementara, sukuk *ijarah* yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *ijarah*, dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset itu sendiri. “Sukuk *ijarah* dibedakan menjadi *ijarah al muntahiya bittamlik (sale and lease back)* dan *ijarah headlease* dan *sublease*”.⁴³

Perbedaan paling menonjol antara akad *ijarah* dengan akad *mudharabah* terletak pada pemberian keuntungan kepada investor. Keuntungan yang diberikan kepada investor dengan akad *mudharabah* sifatnya tidak tetap, sedangkan akad *ijarah* dapat memberikan keuntungan secara tetap. Hal tersebut dapat terjadi karena akad *ijarah* menggunakan skema sewa menyewa, dimana investor sebagai pihak yang menyewakan modal kepada penerbit sukuk. Sukuk korporasi di Indonesia yang berbasis *ijarah* diterbitkan pertama kali pada tahun 2004, sedangkan sukuk berbasis *mudharabah* pertama kali diterbitkan pada tahun 2002.

Namun, selain kedua skema sukuk tersebut terdapat “jenis struktur sukuk yang dikenal secara internasional dan telah mendapatkan *endorsement* dari AAOIFI dan diadopsi dalam UU No. 19 tahun 2008 tentang SBSN”,⁴⁴ yaitu sukuk *musyarakah*, sukuk *istisna'*, dan sukuk *salam*. Sukuk *musyarakah* yaitu sukuk

⁴³ Arif, *Lembaga Keuangan*, hlm.362.

⁴⁴ *Ibid.*, hlm.362.

yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *musyarakah*, dimana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek yang telah ada atau membiayai kegiatan usaha. Sementara, sukuk *istisna'* yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *istisna'*, dimana para pihak menyepakati jual beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek/barang. Adapun harga, waktu penyerahan, dan spesifikasi barang/proyek ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan. Sedangkan, sukuk *salam* adalah kontrak dengan pembayaran harga dimuka yang dibuat untuk barang-barang yang dikirim kemudian.

C. Imbal Hasil Sukuk

Bagi pemodal, harga sukuk bukanlah satu-satunya faktor yang menentukan apakah sukuk tertentu menarik atau tidak, karena kenaikan harga tidak mencerminkan keseluruhan keuntungan yang akan diperoleh. Kenaikan harga memberikan *capital gain* bagi pemodal, akan tetapi hasil utama yang paling banyak diharapkan pemodal adalah kupon yang diterima secara reguler. Tingkat kupon sudah ditetapkan dimuka, sehingga pemodal akan menerima pendapatan tetap selama periode jangka waktu sukuk. Berbeda dengan saham, dalam kondisi pasar keuangan normal volatilitas harga sukuk relatif lebih kecil, sehingga efek sukuk disebut sebagai efek berpendapatan tetap.

“Total pendapatan yang diterima pemodal dari investasi efek sukuk disebut sebagai imbal hasil atau *yield*, biasanya dinyatakan dalam persen”.⁴⁵

⁴⁵ Sitorus, *Pasar Obligasi*, hlm.20.

Menurut Fahmi, “*yield* merupakan hasil yang diperoleh dari menginvestasikan sejumlah dana pada suatu obligasi”.⁴⁶ Sebelum memutuskan untuk berinvestasi dengan sukuk, investor harus mempertimbangkan besarnya *yield* sukuk sebagai faktor pengukur tingkat pengembalian tahunan yang akan diterima.

Ada beberapa konsep imbal hasil sebagai alat ukur yang lazim digunakan oleh para pelaku pasar sukuk, yaitu (1) *nominal yield* digunakan untuk mengukur tingkat *rate* kupon, (2) *current yield* untuk mengukur tingkat pendapatan berjalan, (3) *yield to maturity* sebagai estimasi imbal hasil apabila sukuk dipegang sampai jatuh tempo, (4) *yield to call* sebagai estimasi imbal hasil untuk sukuk yang dipegang sampai dengan tanggal *call* yang pertama, serta (5) *realized yield* sebagai estimasi imbal hasil apabila sukuk dilepas sebelum jatuh tempo.

Berdasarkan kelima konsep imbal hasil tersebut, kebanyakan investor lebih sering menggunakan *current yield* dan *yield to maturity*. Investor yang bersifat konservatif pada umumnya melakukan *yield* sukuk dengan metode *yield to maturity*, sedangkan investor dengan tujuan investasi jangka pendek pada umumnya menghitung *yield* dengan menggunakan *current yield*.

Ada dua istilah dalam penentuan *yield* sukuk, yaitu *pertama*, “*current yield* (imbal hasil saat ini) yaitu *yield* yang dihitung berdasarkan jumlah kupon yang diterima selama satu tahun terhadap harga sukuk tersebut”.⁴⁷ *Current yield* adalah sama dengan bunga tahunan harga obligasi, sedangkan dalam sukuk *current yield* menandakan akumulasi *fee* yang di dapat selama satu periode di samping nilai riil sukuk.

⁴⁶ Irfan Fahmi, *Pengantar Pasar Modal*, (Bandung: Alfabeta, 2012), hlm.181.

⁴⁷ Manan, *Obligasi*

$$\text{Current Yield} = \frac{\text{Bunga Tahunan}}{\text{Harga Obligasi}}$$

Current yield tidak mencerminkan total pengembalian yang seharusnya akan diterima investor dari sukuk karena *current yield* tidak memperhitungkan keuntungan atau kerugian modal yang akan terealisasi jika sukuk ditahan sampai jatuh tempo. *Current yield* hanya memberikan informasi tentang jumlah pendapatan tunai yang akan dihasilkan dalam satu tahun tertentu.⁴⁸

Kedua, “*yield to maturity* (YTM) adalah imbal hasil saat jatuh tempo, yaitu tingkat pengembalian atau pendapatan yang akan diperoleh investor apabila memiliki sukuk sampai jatuh tempo”.⁴⁹ “YTM juga dapat dilihat sebagai tingkat pengembalian obligasi yang dijanjikan. Hal itu merupakan pengembalian yang akan diterima oleh investor jika seluruh pembayaran yang dijanjikan terlaksana”.⁵⁰ “Formula YTM yang digunakan oleh para pelaku adalah YTM *approximation* atau pendekatan nilai YTM, sebagai berikut”.⁵¹

$$\text{YTM approximation} = \frac{C + \frac{R - P}{n}}{\frac{R + P}{2}} \times 100\%$$

Keterangan:

C = kupon

n = periode waktu yang tersisa (tahun)

R = *redemption value*

P = harga pembelian (*purchase value*)

Sukuk yang dijual dengan harga nominal menunjukkan karakteristik yang menarik, yaitu besarnya *yield to maturity* dan *current yield* persis sama. “Jika

⁴⁸ Brigham dan Houston, *Dasar-dasar Manajemen*, hlm.286.

⁴⁹ Manan, *Obligasi*

⁵⁰ Brigham dan Houston, *Dasar-dasar Manajemen*, hlm.284.

⁵¹ Bursa Efek Indonesia, *Obligasi*, www.idx.co.id, 2010, diakses 5 Oktober 2017.

harga sukuk dengan diskonto, maka *yield to maturity* akan berada di atas *current yield*. Sebaliknya jika harga sukuk dengan premium, maka *yield to maturity* akan berada di bawah *current yield*.⁵²

Yield atas sukuk mudharabah merupakan bagi hasil dari akad *mudharabah*, dimana hasil operasional emiten tidak boleh mengandung unsur riba di dalamnya, sedangkan *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 *last yield* sukuk, yaitu *yield* per tahun pengamatan yang datanya dapat diperoleh dari *Indonesia Bond Pricing Agency* (IBPA), selain dengan mengukur dari *current yield* maupun *yield to maturity*. *Yield* sukuk memperhitungkan pendapatan atas sukuk pada akhir periode atau per akhir tahun.

Tingkat *yield* pada sebagian besar sukuk secara pasti disetujui di awal, bahkan tanpa provisi (biaya) tertentu untuk jaminan pihak ketiga. Namun, ada beberapa sukuk yang diterbitkan menjadi sasaran kritikan tajam disebabkan karena keterlibatan dari *bay' al-inah*, *bay' al-dayn*, dan sifat-sifat landasan non-syariah yang membuat sukuk sama dengan obligasi berdasarkan bunga. "*Bay' al-inah* merupakan penjualan dua kali, dimana peminjam dan orang yang meminjamkan menjual dan kemudian menjual kembali suatu objek di antara mereka".⁵³ Tujuannya, untuk memperoleh uang tunai dan sekali lagi untuk tujuan harga yang lebih tinggi berdasarkan kredit dengan hasil bersih dari suatu pinjaman

⁵² Sitorus, *Pasar Obligasi*, hlm.62.

⁵³ Aziz, *Manajemen Investasi*, hlm.127.

dengan bunga. Hal ini merupakan cara yang sah untuk menghindari larangan riba. Sedangkan, *bay' al-dayn* merupakan perdagangan pasar sekunder untuk sekuritas Islam sebagaimana berbagai kasus di Malaysia, dimana uang didasarkan pada sukuk, akan tetapi Juhur Ulama tidak menerima keadaan ini karena utang yang diwakili oleh sukuk didukung oleh aset-aset utama. Ahli-ahli hukum muslim tradisional dengan suara bulat menyatakan bahwa *bay' al-dayn* dengan diskon tidak diperbolehkan dalam Islam. mayoritas kuat dari pakar syariah kontemporerer juga memiliki pandangan yang sama.

D. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan nilai yang menunjukkan besar/kecilnya skala perusahaan. “Ukuran perusahaan dapat diketahui dari total aktiva perusahaan, semakin besar jumlah aktiva perusahaan, maka semakin besar ukuran perusahaan tersebut”.⁵⁴ Aktiva menurut Kieso, “*asset is a resource controlled by the as a result of past events and from which future economic benefit are expected to flow to the entity*”.⁵⁵ Pernyataan tersebut menjelaskan bahwa aktiva adalah sumber daya dikendalikan oleh suatu perusahaan sebagai akibat peristiwa masa lalu dan diharapkan akan mendapat manfaat ekonomi masa depan untuk perusahaan. Menurut Riyanto, “ukuran perusahaan adalah besar kecilnya perusahaan yang

⁵⁴ Widaryanti, *Analisis Perataan*, hlm.61.

⁵⁵ D.E. Kieso, dkk., *Intermediate Accounting Volume 1 IFRS Edition*, (United States of America: Wiley, 2011), hlm.192.

dilihat dari nilai *equity*, nilai penjualan atau nilai aktiva”.⁵⁶ Menurut Machfoedz dalam jurnal Widaryanti,

Ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecil perusahaan menurut berbagai cara (total aktiva, *log size*, nilai pasar saham, dan lain-lain). Pada dasarnya ukuran perusahaan hanya terbagi dalam 3 kategori yaitu perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium-size*) dan perusahaan kecil (*small firm*). Penentuan ukuran perusahaan ini didasarkan kepada total *asset* perusahaan.⁵⁷

Selanjutnya menurut Sartono, “ukuran perusahaan adalah perusahaan besar yang sudah *well established* akan lebih mudah memperoleh modal di pasar modal dibanding dengan perusahaan kecil”⁵⁸ karena perusahaan besar memiliki fleksibilitas yang lebih besar.

UU No. 20 tahun 2008 mengklasifikasikan ukuran perusahaan ke dalam 4 kategori yang pengklasifikasian ukuran perusahaan tersebut didasarkan pada total asset yang dimiliki dan total penjualan tahunan perusahaan tersebut. Kategori tersebut antara lain *pertama*, usaha mikro adalah usaha produktif milik orang perorang dan badan usaha per orang yang memiliki kriteria kekayaan bersih paling banyak Rp 50.000.000 tidak termasuk tanah dan bangunan tempat usaha atau memiliki hasil penjualan tahunan paling banyak Rp 300.000.000.

Kedua, usaha kecil adalah usaha ekonomi produktif yang berdiri sendiri yang dilakukan oleh orang perorang atau badan usaha yang bukan merupakan anak perusahaan atau bukan cabang perusahaan yang dimiliki, dikuasai, atau menjadi bagian, baik langsung maupun tidak langsung dari usaha menengah atau

⁵⁶ Bambang Riyanto, *Dasar-dasar Pembelian Perusahaan*, Edisi 4, (Yogyakarta: BPFE, 2008), hlm.313.

⁵⁷ Widaryanti, *Analisis Perataan*, hlm.65.

⁵⁸ Agus R. Sartono, *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi Keempat, (Yogyakarta: BPFE, 2010), hlm.249.

usaha besar yang memenuhi kriteria kekayaan bersih lebih dari Rp 50.000.000 sampai dengan paling banyak Rp 500.000.000 tidak termasuk tanah dan bangunan tempat usaha atau memiliki hasil penjualan tahunan lebih dari Rp 300.000.000,- sampai dengan paling banyak Rp 2.500.000.000.

Ketiga, usaha menengah adalah usaha ekonomi produktif yang berdiri sendiri, yang dilakukan oleh orang perorang atau badan usaha yang bukan merupakan anak perusahaan atau cabang perusahaan yang dimiliki, dikuasai, atau menjadi bagian, baik langsung maupun tidak langsung dengan usaha kecil atau usaha besar dengan jumlah kekayaan bersih lebih dari Rp 500.000.000 sampai dengan paling banyak Rp 10.000.000.000 tidak termasuk tanah dan bangunan tempat usaha atau hasil penjualan tahunan lebih dari Rp 2.500.000.000 sampai dengan paling banyak Rp 50.000.000.000.

Keempat, usaha besar adalah usaha ekonomi produktif yang dilakukan oleh badan usaha dengan jumlah kekayaan bersih lebih dari Rp 10.000.000.000 tidak termasuk tanah dan bangunan tempat usaha atau hasil penjualan tahunan lebih besar dari usaha menengah, yaitu lebih dari Rp 50.000.000.000 yang meliputi usaha nasional milik negara atau swasta, usaha patungan, dan usaha asing yang melakukan kegiatan ekonomi di Indonesia.

Untuk melakukan pengukuran terhadap ukuran perusahaan, Prasetyantoko mengemukakan bahwa “aset total dapat menggambarkan ukuran perusahaan, semakin besar *asset* biasanya perusahaan tersebut semakin besar”.⁵⁹ Menurut Harahap, “pengukuran ukuran perusahaan diukur dengan logaritma *natural* (Ln)

⁵⁹ Prasetyantoko, *Corporate Governance: Pendekatan Institusional*, (Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama, 2008), hlm.257.

dari rata-rata total aktiva (total *asset*) perusahaan”.⁶⁰ Penggunaan total aktiva berdasarkan pertimbangan bahwa total aktiva mencerminkan ukuran perusahaan dan diduga mempengaruhi ketepatan waktu.

Menurut Hartono menyatakan bahwa “ukuran aktiva digunakan untuk mengukur besarnya perusahaan, ukuran aktiva tersebut diukur sebagai logaritma dari total aktiva”.⁶¹ Ukuran perusahaan yang biasa dipakai untuk menentukan tingkatan perusahaan adalah (1) tenaga kerja merupakan jumlah pegawai tetap dan honorer yang terdaftar atau bekerja di perusahaan pada saat tertentu; (2) tingkat penjualan merupakan volume penjualan perusahaan pada suatu periode tertentu; (3) total utang merupakan jumlah utang perusahaan pada periode tertentu; serta (4) total aset merupakan keseluruhan aset yang dimiliki perusahaan pada saat tertentu.

Ukuran perusahaan merupakan proksi volatilitas operasional dan *inventory cotrolability* yang seharusnya dalam skala ekonomis besarnya perusahaan menunjukkan pencapaian operasi lancar dan pengendalian persediaan. Ukuran perusahaan diproksikan dari penjualan bersih (*net sales*). Total penjualan mengukur besarnya perusahaan karena biaya-biaya yang mengikuti penjualan cenderung lebih besar, maka perusahaan dengan tingkat penjualan yang tinggi cenderung memilih kebijakan akuntansi yang mengurangi laba.

Ukuran perusahaan dapat digunakan untuk mewakili karakteristik keuangan perusahaan. Besar kecilnya perusahaan dapat mempengaruhi

⁶⁰ Sofyan Syafri Harahap, *Analisis Kritis atas Laporan Keuangan*, (Jakarta: PT RajaGrafindo Persada, 2007), hlm.23.

⁶¹ Hartono Jogiyanto, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Kedelapan, (Yogyakarta: BPF, 2013), hlm.282.

kemampuan manajemen untuk mengoperasikan perusahaan dengan berbagai situasi dan kondisi yang dihadapinya. Pada akhirnya, kemampuan untuk mengoperasikan perusahaan tersebut dapat mempengaruhi pendapatan sahamnya. Ukuran perusahaan dapat digunakan sebagai derajat asimetri informasi. Perusahaan besar lebih diperhatikan oleh analisis saham dan investor institusional.

E. Nilai Nominal Sukuk

Untuk berinvestasi di sukuk, kita harus mengenal hal-hal yang berhubungan dengan instrumen ini, seperti nilai pokok / *face value* / *par value*. “Nilai pari (*par value*) merupakan nilai nominal sukuk yang biasanya mencerminkan jumlah uang yang dipinjam oleh perusahaan dan dijanjikan untuk dilunasi kembali pada saat tanggal jatuh tempo”.⁶² Menurut Sutikno, “nilai pokok atau nilai pari adalah nilai yang akan diperoleh kembali oleh pemegang sukuk pada waktu sukuk itu jatuh tempo”.⁶³ “Nilai nominal adalah nilai pokok yang dibayar oleh emiten pada saat surat utang jatuh tempo”.⁶⁴ Biasanya ketika ditawarkan nilai sukuk adalah 100% dari nilai pokoknya. Jika diterbitkan dengan harga pecahan Rp 1 miliar, pada saat diterbitkan Anda membeli 100% dari harga Rp 1 miliar.

Namun, karena fitur dari sukuk bisa diperjualbelikan, maka nilai awalnya bisa berubah-ubah, tergantung pada permintaan pasar dan beberapa variabel lain yang bisa mempengaruhi. Misalnya, ”jika harga sukuk turun menjadi Rp 95 miliar, artinya untuk membeli sukuk senilai Rp 100 miliar, investor cukup

⁶² Brigham dan Houston, *Dasar-dasar Manajemen*, hlm.275.

⁶³ Mike Rini Sutikno, *Fund Planning*, (Jakarta: PT Grasindo, 2009), hlm.168.

⁶⁴ Sitorus, *Pasar Obligasi*, hlm.19.

membayar Rp 95 miliar atau 95% dari nilai parinya”.⁶⁵ Jika sukuk itu dijual dengan harga di atas nilai parinya, berarti harga sukuk itu premium, sementara harga sukuk disebut terdiskon jika berada di bawah nilai pokoknya.

Septianingtyas dalam jurnal Ainurrochma dan Priyadi menjelaskan bahwa “dalam penerbitan obligasi, pihak emiten akan dengan jelas menyatakan berapa jumlah dana yang dibutuhkan melalui penjualan obligasi”.⁶⁶ Istilah yang ada, yaitu dikenal dengan jumlah emisi obligasi. Dalam Islam, dikenal dengan emisi sukuk. Penentuan besar kecilnya jumlah penerbitan sukuk berdasarkan kemampuan aliran kas perusahaan, serta kinerja bisnisnya. Pertumbuhan pesat sukuk pada beberapa tahun terakhir menyebabkan terjadinya *excess demand* dan *limited supply* terhadap sukuk. Pertumbuhan sukuk tidak hanya terjadi di negara dengan mayoritas muslim, namun juga menjadi fenomena global di negara lain, seperti Amerika, Inggris, Prancis, Korea dan Jepang.

Untuk di Indonesia yang notabene adalah negara dengan mayoritas beragama Islam, keberadaan sukuk layaknya seperti angin segar bagi para investor yang ingin menanamkan investasinya tanpa takut terdapat unsur riba dalam prosesnya. Sukuk meniadakan penghasilan atas bunga dan menggantinya dengan *profit* dan *loss sharing*. Nilai nominal sukuk dapat ditentukan dengan mengukur nilai *sukuk to equity ratio* yang diwakili oleh tingkat *leverage* (sukuk) *ratio* yang dinilai sebesar perbandingan nilai nominal penerbitan sukuk dengan total ekuitas perusahaan. Perusahaan-perusahaan di Indonesia, seperti PT Indosat, PT

⁶⁵ Sutikno, *Fund Planning*, hlm.168.

⁶⁶ Elyya Ainurrochma dan Maswar Patuh Priyadi, “Pengaruh Nilai dan Rating Penerbitan Sukuk serta DER Perusahaan terhadap Reaksi Pasar”, *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, Vol. 5 No. 12, (Surabaya: Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya, Desember 2016).

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.

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”.⁶⁷ Hal ini disebabkan karena dalam menerbitkan sukuk korporasi terdapat proses yang lebih rumit dan panjang dibandingkan penerbitan obligasi konvensional karena harus menyesuaikan diri dengan prinsip syariah. Sehingga nilai sukuk tidak banyak memberi kontribusi terhadap *yield* pada saat akhir jatuh tempo.

F. Kajian Penelitian Terdahulu

Kajian penelitian terdahulu berfungsi untuk menjelaskan keterkaitan atau kesamaan masalah penelitian ini dengan penelitian sebelumnya. Beberapa penelitian terdahulu yang berkaitan dengan penelitian ini, yaitu:

⁶⁷ Wijayaningtyas dan Wahidahwati, *Pengaruh Nilai*, hlm.6.

Almara dalam penelitiannya yang bertujuan untuk menguji pengaruh nilai sukuk, *rating* sukuk, dan risiko sukuk terhadap *last yield* sukuk perusahaan yang menerbitkan sukuk. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *multivariate regression* yang menunjukkan bahwa variabel nilai sukuk mempunyai korelasi negatif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap *last yield* sukuk, variabel *rating* mempunyai koefisien korelasi positif dan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *last yield* sukuk, dan variabel risiko sukuk mempunyai koefisien korelasi negatif dan berpengaruh secara signifikan terhadap *last yield* sukuk.⁶⁸ Perbedaannya dengan penelitian ini adalah pada penelitian Almara variabel independen X_1 adalah nilai sukuk, X_2 adalah *rating* sukuk, dan X_3 adalah risiko sukuk, serta variabel dependen Y yang digunakan adalah *last yield* sukuk. Sedangkan, penelitian ini menggunakan variabel independen X_1 ukuran perusahaan, X_2 nilai nominal sukuk, dan variabel dependen Y adalah imbal hasil sukuk. Pada penelitian Almara, periode penelitian yang digunakan adalah 5 tahun yaitu selama tahun 2010-2014, sedangkan periode penelitian ini adalah selama 6 tahun yaitu tahun 2011-2016.

Penelitian Aisah dan Haryanto yang bertujuan untuk menganalisis pengaruh antara tingkat suku bunga, tingkat inflasi, peringkat obligasi, *debt to equity ratio*, ukuran perusahaan, dan maturitas terhadap *yield obligasi* korporasi. Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi linier berganda, dengan hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat suku bunga dan maturitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *yield obligasi*. Peringkat obligasi dan ukuran

⁶⁸ Dheni Saraswati Almara, "Analisis Pengaruh Nilai Sukuk, Rating Sukuk, dan Risiko Sukuk terhadap Last Yield Sukuk", *Diponegoro Journal of Management*, Vol. 4 No. 2, (Semarang: Universitas Diponegoro, 2015).

perusahaan terbukti menghasilkan pengaruh berlawanan arah terhadap *yield* obligasi. Namun, pada variabel *debt to equity ratio* tidak berhasil ditemukan adanya hubungan terhadap *yield* obligasi.⁶⁹ Perbedaannya dengan penelitian ini adalah pada penelitian Aisah dan Haryanto variabel independen X_1 adalah tingkat suku bunga, X_2 adalah tingkat inflasi, X_3 adalah peringkat obligasi, X_4 adalah *Debt to Equity Ratio* (DER), X_5 adalah ukuran perusahaan, dan X_6 adalah maturitas, serta variabel dependen Y yang digunakan adalah *yield* sukuk. Sedangkan, penelitian ini menggunakan variabel independen X_1 ukuran perusahaan, X_2 nilai nominal sukuk, dan variabel dependen Y adalah imbal hasil sukuk. Pada penelitian Aisah dan Haryanto, periode penelitian yang digunakan adalah 4 tahun yaitu selama tahun 2010-2013, sedangkan periode penelitian ini adalah 6 tahun yaitu tahun 2011-2016.

Penelitian oleh Hapsari yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh *Good Corporate Governance* (GCG), ukuran perusahaan, *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap *yield to maturity* obligasi. Penelitian ini menggunakan metode analisis deskriptif, uji asumsi klasik, dan analisis regresi linier berganda. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa GCG, ukuran perusahaan, DER secara simultan berpengaruh terhadap *yield to maturity* obligasi. Pengujian secara parsial menunjukkan GCG tidak berpengaruh signifikan terhadap *yield to maturity* obligasi, sedangkan ukuran perusahaan dan DER berpengaruh signifikan terhadap

⁶⁹ Siti Hatanty Aisah dan Mulyo Haryanto, "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Yield Obligasi Korporasi", *Diponegoro Journal of Management*, Vol. 1 No. 1, (Semarang: Universitas Diponegoro, 2012).

yield to maturity obligasi.⁷⁰ Perbedaannya dengan penelitian ini adalah pada penelitian Hapsari variabel independen X_1 adalah *Good Corporate Governance* (GCG), X_2 adalah ukuran perusahaan, dan X_3 adalah DER, serta variabel dependen Y yang digunakan adalah YTM obligasi. Sedangkan, penelitian ini menggunakan variabel independen X_1 ukuran perusahaan, X_2 nilai nominal sukuk, dan variabel dependen Y adalah imbal hasil sukuk. Pada penelitian Hapsari, periode penelitian yang digunakan adalah 5 tahun yaitu selama tahun 2006-2010, sedangkan periode penelitian ini adalah 6 tahun yaitu tahun 2011-2016.

Penelitian berikutnya yang ditulis oleh Nuraini dengan tujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh inflasi, *debt to equity ratio*, ukuran perusahaan, dan jatuh tempo obligasi secara parsial dan simultan terhadap *return* obligasi syariah *ijarah* pada perusahaan yang terdaftar dan menerbitkan obligasi syariah *ijarah* di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan inflasi, *debt to equity ratio*, ukuran perusahaan, dan jatuh tempo obligasi memiliki pengaruh terhadap *return* obligasi syariah *ijarah*. Secara parsial menunjukkan bahwa variabel inflasi dan variabel jatuh tempo obligasi berpengaruh positif signifikan terhadap *return* obligasi syariah *ijarah* di Indonesia. Sedangkan, variabel *debt to equity ratio* dan variabel ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* obligasi syariah *ijarah*

⁷⁰ Riska Ayu Hapsari, "Kajian Yield to Maturity (YTM) Obligasi pada Perusahaan Korporasi", *Accounting Analysis Journal (AJJ)*, Vol. 2 No. 1, (Semarang: Universitas Negeri Semarang, 2013).

di Indonesia.⁷¹ Perbedaannya dengan penelitian ini adalah pada penelitian Nuraini variabel independen X_1 adalah inflasi, X_2 adalah DER, X_3 adalah ukuran perusahaan, dan X_4 adalah jatuh tempo obligasi, serta variabel dependen Y yang digunakan adalah *return* obligasi syariah *ijarah*. Sedangkan, penelitian ini menggunakan variabel independen X_1 ukuran perusahaan, X_2 nilai nominal sukuk, dan variabel dependen Y adalah imbal hasil sukuk.

Penelitian berikutnya yang ditulis oleh Desnitasari dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh tingkat suku bunga, peringkat obligasi, ukuran perusahaan, *debt to equity ratio* terhadap *yield to maturity* obligasi korporasi pada perusahaan yang menerbitkan obligasi korporasi di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi linier berganda. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa tingkat suku bunga dan peringkat obligasi berpengaruh signifikan terhadap *yield to maturity*, sedangkan ukuran perusahaan dan *debt to equity ratio* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *yield to maturity*. Dengan demikian, investor dalam melakukan investasi pada obligasi perlu memperhatikan tingkat suku bunga dan peringkat obligasi.⁷² Perbedaannya dengan penelitian ini adalah pada penelitian Destinasari variabel independen X_1 adalah tingkat suku bunga, X_2 adalah peringkat obligasi, X_3 adalah ukuran perusahaan, dan X_4 adalah DER, serta variabel dependen Y yang digunakan adalah YTM obligasi. Sedangkan, penelitian ini menggunakan variabel

⁷¹ Peni Nuraini, "Pengaruh Inflasi, Debt to Equity Ratio, Ukuran Perusahaan, dan Jatuh Tempo Obligasi terhadap Return Obligasi Syariah Ijarah di Indonesia", *Tesis*, (Yogyakarta: Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga, 2015).

⁷² Isnaini Desnitasari, "Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Peringkat Obligasi, Ukuran Perusahaan dan Debt to Equity Ratio terhadap Yield to Maturity Obligasi Korporasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2012", *Jurnal*, Universitas Telkom.

independen X_1 ukuran perusahaan, X_2 nilai nominal sukuk, dan variabel dependen Y adalah imbal hasil sukuk. Pada penelitian Destinasari, periode penelitian yang digunakan adalah 3 tahun yaitu selama tahun 2010-2012, sedangkan periode penelitian ini adalah 6 tahun yaitu tahun 2011-2016.

Penelitian berikutnya yang ditulis oleh Hamida dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh rasio keuangan (*current ratio*) dan *debt to equity ratio* (*leverage ratio*) terhadap *yield to maturity* dan peringkat sukuk sebagai variabel intervening. Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi linier berganda dengan variabel intervening. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa variabel peringkat sukuk dan *debt to equity ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield to maturity*. Selain itu, likuiditas (*current ratio*) tidak memberikan pengaruh terhadap *yield to maturity*, dan juga variabel likuiditas (*current ratio*) berpengaruh negatif terhadap peringkat sukuk dan *debt to equity ratio* (*leverage ratio*) tidak berpengaruh terhadap peringkat sukuk.⁷³ Perbedaannya dengan penelitian ini adalah pada penelitian Hamida variabel independen X_1 adalah rasio likuiditas, X_2 adalah rasio *leverage*, serta variabel dependen Y_1 adalah peringkat sukuk dan Y_2 adalah *yield* sukuk. Sedangkan, penelitian ini menggunakan variabel independen X_1 ukuran perusahaan, X_2 nilai nominal sukuk, dan variabel dependen Y adalah imbal hasil sukuk. Pada penelitian Hamida, periode penelitian yang digunakan adalah 7 tahun yaitu selama tahun 2006-2014, sedangkan periode penelitian ini adalah 6 tahun yaitu tahun 2011-2016.

⁷³ Leyli Hamida, "Pengaruh Likuiditas dan Leverage terhadap Yield Sukuk dengan Peringkat Sukuk sebagai variabel Intervening (Studi pada Perusahaan Non-Kuangan di Bursa Efek Indonesia)", *Jurnal*, (Semarang: Universitas Islam Sultan Agung Semarang).

Penelitian berikutnya yang ditulis oleh Surya dan Nashar dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh tingkat suku bunga SBI, *exchange rate*, ukuran perusahaan, *debt to equity ratio*, dan *bond rating* terhadap *yield* obligasi korporasi di Indonesia. Penelitian ini menggunakan teknik analisis data panel dengan menggunakan pengujian *Chow-test* dan *Haussman-test*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh searah yang signifikan antara tingkat suku bunga SBI, *exchange rate*, dan *debt to equity ratio* terhadap *yield* obligasi korporasi. Sedangkan, ukuran perusahaan berpengaruh tidak signifikan terhadap *yield* obligasi korporasi. Selain itu, terdapat hubungan berlawanan antara *bond rating* dan *yield* obligasi korporasi.⁷⁴ Perbedaannya dengan penelitian ini adalah pada penelitian Surya dan Nashar variabel independen X_1 adalah tingkat suku bunga SBI, X_2 adalah *exchange rate*, X_3 adalah ukuran perusahaan, X_4 adalah DER, dan X_5 adalah *bond rating*, serta variabel dependen Y yang digunakan adalah peringkat *yield* obligasi. Sedangkan, penelitian ini menggunakan variabel independen X_1 ukuran perusahaan, X_2 nilai nominal sukuk, dan variabel dependen Y adalah imbal hasil sukuk. Pada penelitian Surya dan Nashar, periode penelitian yang digunakan adalah 3 tahun yaitu selama tahun 2006-2008, sedangkan periode penelitian ini adalah 6 tahun yaitu tahun 2011-2016.

Penelitian berikutnya yang ditulis oleh Gultom dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh inflasi, BI *rate*, ukuran perusahaan, dan utang perusahaan terhadap kinerja obligasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

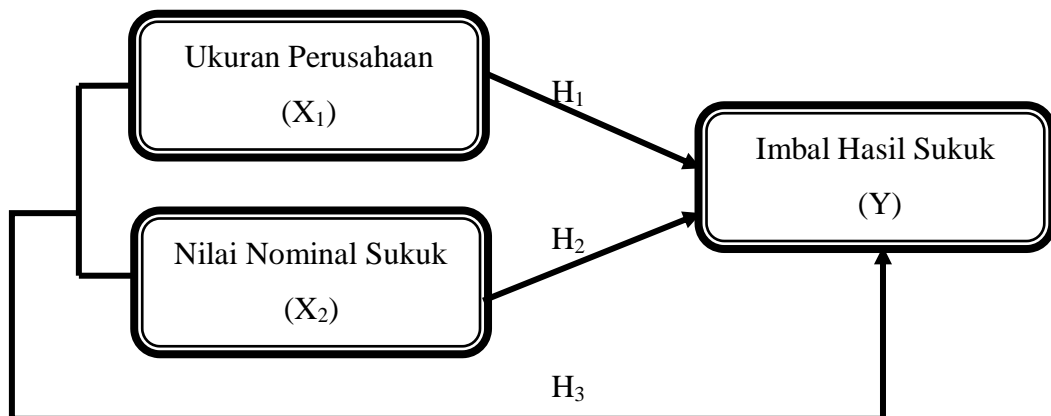
⁷⁴ Budhi Arta Surya dan Teguh Gunawan Nashar, "Analisis Pengaruh Tingkat Suku Bunga SBI, Exchange Rate, Ukuran Perusahaan, Debt to Equity Ratio, dan Bond Rating terhadap Yield Obligasi Korporasi di Indonesia", *Jurnal Manajemen Teknologi*, Vol. 10 No. 2, (Bandung: Institut Teknologi Bandung, 2011).

(BEI). Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi linier berganda dengan hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh secara parsial antara variabel inflasi dan utang perusahaan terhadap kinerja obligasi. Sedangkan, secara parsial variabel BI *rate* dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kinerja obligasi. Selain itu, hasil uji simultan menunjukkan bahwa variabel inflasi, BI *rate*, ukuran perusahaan, dan utang perusahaan berpengaruh terhadap kinerja obligasi.⁷⁵ Perbedaannya dengan penelitian ini adalah pada penelitian Gultom variabel independen X_1 adalah inflasi, X_2 adalah BI *rate*, X_3 adalah ukuran perusahaan, dan X_4 adalah Utang Perusahaan, serta variabel dependen Y yang digunakan adalah kinerja obligasi yang diwakili dengan *yield to maturity* (YTM). Sedangkan, penelitian ini menggunakan variabel independen X_1 ukuran perusahaan, X_2 nilai nominal sukuk, dan variabel dependen Y adalah imbal hasil sukuk. Pada penelitian Gultom, periode penelitian yang digunakan adalah 2 tahun yaitu selama tahun 2014-2015, sedangkan periode penelitian ini adalah 6 tahun yaitu tahun 2011-2016.

⁷⁵ Anhar Firdaus Gultom, "Pengaruh Inflasi, BI Rate, Ukuran dan Utang Perusahaan terhadap Kinerja Obligasi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia", *Jurnal*, (Yogyakarta: Universitas Negeri Yogyakarta).

G. Kerangka Konseptual

Gambar 2.1
Kerangka Konseptual



Keterangan:

1. Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil sukuk didasarkan pada teori yang dikemukakan oleh Hapsari⁷⁶.
2. Nilai nominal sukuk berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil sukuk didasarkan pada teori yang dikemukakan oleh Hapsari⁷⁷, dan didukung penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Surya dan Nashar⁷⁸, serta Gultom⁷⁹.
3. Ukuran perusahaan dan nilai nominal sukuk secara simultan berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil sukuk didasarkan pada teori yang dikemukakan oleh Hapsari⁸⁰, serta dalam kajian penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Nuraini⁸¹ dan Gultom⁸².

⁷⁶ Hapsari, *Kajian Yield*

⁷⁷ *Ibid.*

⁷⁸ Surya dan Nashar, *Analisis Pengaruh*

⁷⁹ Gultom, *Pengaruh Inflasi*

⁸⁰ Hapsari, *Kajian Yield*

⁸¹ Nuraini, *Pengaruh Inflasi*

⁸² Gultom, *Pengaruh Inflasi*

H. Hipotesis Penelitian

Hipotesis adalah hubungan yang diperkirakan secara logis di antara dua atau lebih variabel yang diungkap dalam bentuk pernyataan yang dapat diuji. Dengan menguji hipotesis dan menegaskan perkiraan hubungan, diharapkan bahwa solusi dapat ditemukan untuk mengatasi masalah yang dihadapi.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

1. Ukuran perusahaan secara parsial berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil sukuk.
2. Nilai nominal sukuk secara parsial berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil sukuk.
3. Ukuran perusahaan dan nilai nominal sukuk secara simultan berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil sukuk.