

SKRIPSI

PENGARUH STRUKTUR SUKUK DAN STATUS JAMINAN SUKUK TERHADAP *RATING* SUKUK DI BURSA EFEK INDONESIA

KIRAN SALSABILAH



**DEPARTEMEN AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2021**

SKRIPSI

PENGARUH STRUKTUR SUKUK DAN STATUS JAMINAN SUKUK TERHADAP *RATING* SUKUK DI BURSA EFEK INDONESIA

Sebagai salah satu persyaratan untuk memperoleh
gelar Sarjana Ekonomi

disusun dan diajukan oleh

KIRAN SALSABILAH

A031171321



kepada

**DEPARTEMEN AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
2021**

SKRIPSI

PENGARUH STRUKTUR SUKUK DAN STATUS JAMINAN SUKUK TERHADAP *RATING* SUKUK DI BURSA EFEK INDONESIA

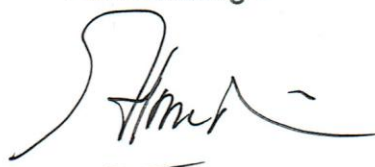
disusun dan diajukan oleh

KIRAN SALSABILAH
(A031171321)

telah diperiksa dan disetujui untuk diuji

Makassar, 5 Maret 2021

Pembimbing I



Prof. Dr. H. Abdul Hamid Habbe, S.E., M.Si
NIP 19630515 199203 1 003

Pembimbing II



Dr. Hj. Nirwana, S.E., M.Si., Ak., CA
NIP 19651127 199103 2 001

Ketua Departemen Akuntansi
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Hasanuddin



Dr. Hj. Andi Kusumawati, S.E., Ak., M.Si., CA., CRA., CRP
NIP 19660405 199203 2 003

SKRIPSI

PENGARUH STRUKTUR SUKUK DAN STATUS JAMINAN SUKUK TERHADAP *RATING* SUKUK DI BURSA EFEK INDONESIA

disusun dan diajukan oleh

KIRAN SALSABILAH
(A031171321)

Telah dipertahankan dalam sidang ujian skripsi
pada tanggal **15 April 2021** dan
dinyatakan telah memenuhi syarat kelulusan

Menyetujui,
Panitia Penguji

No	Nama Penguji	Jabatan	Tanda Tangan
1	Prof. Dr. H. Abdul Hamid Habbe, S.E., M.Si	Ketua	1..... 
2	Dr. Hj. Nirwana, S.E., M.Si., Ak., CA	Sekretaris	2..... 
3	Prof. Dr. Alimuddin, S.E., Ak., MM., CPMA	Anggota	3..... 
4	Drs. Muhammad Ashari, Ak., M.SA, CA	Anggota	4..... 



Ketua Departemen Akuntansi
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Hasanuddin

Dr. Hj. Andi Kusumawati, S.E., Ak., M.Si., CA., CRA., CRP
NIP 19660405 199203 2 003

PERNYATAAN KEASLIAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

nama : Kiran Salsabilah

NIM : A031171321

departemen/program studi : Akuntansi/ S1

dengan ini menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa skripsi yang berjudul:

Pengaruh Struktur Sukuk dan Status Jaminan Sukuk terhadap *Rating* Sukuk di Bursa Efek Indonesia

adalah karya ilmiah saya sendiri dan sepanjang sepengetahuan saya di dalam naskah skripsi ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan orang lain untuk memperoleh gelar akademik di suatu perguruan tinggi, dan tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis dan diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila di kemudian hari ternyata di dalam naskah skripsi ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan, saya bersedia menerima sanksi atas perbuatan tersebut dan diproses sesuai peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU No. 20 Tahun 2003, Pasal 25 ayat 2 dan pasal 70).

Makassar, 20 Maret 2021

Yang membuat pernyataan,



Kiran Salsabilah

PRAKATA

Alhamdulillah segala puji bagi Allah *Subhanahu wa Ta'ala*, penguasa langit dan bumi, pemilik dari segala ilmu, yang telah memberikan rahmat dan hidayah-Nya kepada setiap makhluk yang dikehendaki-Nya. Sholawat serta salam semoga tercurahkan kepada Nabi Muhammad *Shallallahu 'Alaihi wa Sallam*, suri teladan terbaik bagi umat manusia, juga kepada keluarga dan sahabatnya, *tabi'in*, *atba'ut tabi'in* dan orang-orang yang senantiasa istiqomah diatas sunnahnya. Atas berkat rahmat dan hidayah-Nya, skripsi penelitian dengan judul "Pengaruh Struktur Sukuk dan Status Jaminan Sukuk Terhadap *Rating* Sukuk Di Bursa Efek Indonesia" dapat terselesaikan.

Pada kesempatan kali ini peneliti ingin mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Allah SWT yang telah memberikan penulis kesehatan, kesabaran, kesempatan, dan ilmu untuk menyelesaikan skripsi ini.
2. Orang tua peneliti, Mamaku Ratna Sari Dewi dan Papaku Azhari Abd Azis tercinta yang tanpa henti selalu mendoakan dan mengupayakan semua yang terbaik untuk anak-anaknya.
3. Kakak peneliti, Kakakku tercinta Tirta Safira yang selalu memotivasi dan mendoakan adiknya.
4. Keluarga besar peneliti terkhususnya kepada Nenekku dan Omaku tersayang yang tanpa hentinya selalu mendoakan cucunya sehingga bisa meraih gelar sarjana.
5. Dosen Pembimbing, Bapak Prof. Dr. H. Abdul Hamid Habbe, S.E., M.Si. dan Ibu Dr. Hj. Nirwana, S.E., M.Si., Ak., CA, terimakasih atas

waktu yang telah diluangkan untuk membimbing dan senantiasa memberikan motivasi kepada peneliti.

6. Dosen penguji, Bapak Prof. Dr. Alimuddin, S.E., Ak., MM., CPMA dan Bapak Drs. Muh. Ashari Ak., M.SA, CA. atas kontribusi berupa kritik dan saran yang diberikan kepada peneliti.
7. Penasehat Akademik Bapak Dr. Asri Usman, S.E., Ak., M.Si., CA., terima kasih atas bimbingan, motivasi dan nasehat yang diberikan kepada peneliti selama kuliah.
8. Ketua Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin Ibunda Dr. Hj. Andi Kusumawati, S.E., M.Si., Ak., CA., CRA., CRP dan Sekretaris Departemen Akuntansi Bapak Dr. Syarifuddin Rasyid, S.E., M.Si yang telah memberikan bantuan serta arahan kepada peneliti dalam menyelesaikan skripsi.
9. Segenap Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin yang telah memberikan ilmu yang bermanfaat kepada peneliti selama berkuliah khususnya bapak dan ibu Dosen departemen Akuntansi.
10. Segenap Pegawai dan Staf Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin terkhusus kepada pak Ical, pak Ichal, pak Safar, pak Aso, pak Tarru, pak Syaib, pak Bur, Ibu Ida, dan Ibu Fauziah yang telah memberikan bantuan, kemudahan, serta pelayanan yang baik kepada peneliti.
11. Sahabat peneliti tersayang, TJ-ACTION (Annisa Anilda.S, Auliya Febriani, Muthmainnah Jamaluddin, Musliani, A.Alifya Ariyandini, Nurul Khaeriah, Yuyun Anggareni, Putri Amalia Nabila, Ismaniar, Miftahul Jannah, Riska Putri Utami, Nirwana, Almarhumah Jihan

Fahira), terima kasih karena selalu mendoakan, mendukung dan memotivasi, terima kasih karena selalu ada disaat suka maupun duka serta telah mewarnai masa kuliah peneliti dengan sangat indah dan *memorable*.

12. Sahabat 1/5 Sold Out tersayang (Annisa Anilda.S, Auliya Febriyani, Musliani, Muthmainnah Jamaluddin), sahabat sehati, sefrekuensi, paling nyambung dan ingin selalu berada dalam satu kelas yang sama selama kuliah.
13. Sahabat peneliti tersayang (Feby, Icha, Kiki, Lulu, Yeyen, Jihan, Vidya, Nanda, Lila, Arum), terima kasih selalu mendoakan dan memotivasi peneliti sejak masih di *high school* hingga sekarang. *Special mention* untuk Feby, terima kasih selalu ada *since day one*.
14. Sahabat baik hati dan lucu, (Rafly, Anto, Murs, Amman) terima kasih selalu mendoakan, menghibur dan memotivasi peneliti selama kuliah.
15. Teman-teman seperjuangan “1MMOR7AL”, terima kasih atas semangat dan dukungannya selama kuliah hingga akhir.
16. Teman-teman seperjuangan Konsentrasi SAKI, terima kasih atas kebersamaan dan semangat belajar akuntansi syariah.
17. Keluarga Besar Forum Studi Ekonomi Islam Universitas Hasanuddin (FoSEI UNHAS), yang telah memberikan manfaat yang besar bagi peneliti dalam mengenal dunia Ekonomi Syariah. Terkhususnya untuk Kabinet Mengabdi.
18. Teman-teman Generasi Baru Indonesia (GenBI) Komisariat Universitas Hasanuddin dan Generasi Baru Indonesia (GenBI) Wilayah Sulawesi Selatan terima kasih atas pengalaman yang

mengesankan bagi peneliti. Terkhususnya untuk presidium *New Face of GenBI Unhas* (Jey, Melan, Icha, Laras, Ancis dan Asfa).

19. Teman-teman KKN Tematik 104 Posko Sulawesi Tengah 1, terima kasih atas doa dan semangatnya.

20. Kakak-kakak dan teman-teman PKM dan PIMNAS 33. Terkhususnya Tim Pamode (Ibu Nursinah Amir, Tenri, Kak Taufik, Kak Maman, dan Kak Adi). Terima kasih atas doa, motivasi dan semangatnya.

21. Kakak-kakak, Kak Bella, Kak Dhea, Kak Reni, Kak Denka, Kak Aniosa, Kak Faris, Kak Alippu, Kak Andry, Kak Hasan, Kak Icha, Kak Arnold, Kak Sandi, Kak Atiqah, Kak Irwin, Kak Nunu, Kak Uci, Kakak-kakak FoSEI (Kak Alam, Kak Mei, Kak Arni, Kak Lia, Kak Edo, dll), Kakak-kakak GenBI Unhas 2019, kakak-kakak IMA dan SC PATO IMA 2019 dan lain-lain yang tidak sempat peneliti sebutkan, atas segala kebaikan yang diberi kepada peneliti selama kuliah.

22. Adik-adik, Iffah, Nami, Epi, Sam, Ulfa, Hamzah, Ramlan, Ardi, Aeni, Inul, Ridha, Alif R, Nadya, Nahdha, Gafur, Atta, Dillah, Ical, Zalva, Azikin, Wahyunur, Uli, Erika dan lain-lain yang tidak sempat peneliti sebutkan, atas segala kebaikan yang diberi kepada peneliti selama kuliah.

23. Semua pihak yang membantu dalam proses penyusunan skripsi ini. Tiada balasan untuk kebaikan selain kebaikan pula. Semoga Allah SWT. memberikan yang terbaik disisi-Nya.

Peneliti menyadari bahwa skripsi ini masih jauh dari kesempurnaan. Oleh karena itu, saran dan kritik dari berbagai pihak sangat peneliti harapkan demi

terwujudnya karya yang lebih baik di masa mendatang. Semoga tulisan ini dapat bermanfaat bagi para pembaca.

Akhir kata, semoga tulisan ini dapat bermanfaat bagi kita semua dan mendapat berkah dari Allah SWT. Aamiin.

Makassar, 20 Maret 2021

Kiran Salsabilah

ABSTRAK

Pengaruh Struktur Sukuk dan Status Jaminan Sukuk Terhadap Rating Sukuk di Bursa Efek Indonesia

The Effect of Sukuk Structure and Sukuk Guarantee Status on Sukuk Rating in Indonesia Stock Exchange

Kiran Salsabilah
Abdul Hamid Habbe
Nirwana

Penelitian ini dilakukan untuk menganalisis pengaruh struktur sukuk dan status jaminan sukuk terhadap *rating* sukuk. Penelitian dilakukan berdasarkan perusahaan yang bergerak di sektor keuangan dan sektor non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan termasuk dalam pemeringkatan yang dilakukan oleh PT Pefindo periode 2015-2019. Total sampel berjumlah 65 sampel yang dipilih menggunakan metode *purposive sampling*. Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan keuangan tahunan perusahaan. Metode analisis data yang digunakan adalah analisis regresi logistik ordinal dan uji hipotesis. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur sukuk memiliki pengaruh negatif terhadap *rating* sukuk, sedangkan status jaminan sukuk memiliki pengaruh positif terhadap *rating* sukuk. Kemudian untuk hasil pengujian secara simultan, struktur sukuk dan status jaminan sukuk berpengaruh signifikan terhadap *rating* sukuk.

Kata Kunci: Struktur Sukuk, Status Jaminan Sukuk, *Rating* Sukuk.

This research aims to analyze the effect of sukuk structure and sukuk guarantee status on sukuk rating. The research was conducted based on companies in the financial sector and non-financial sector listed on the Indonesia Stock Exchange and included in the rating conducted by PT Pefindo for the period 2015-2019. A total of 65 samples were selected using purposive sampling method. The data source in this study is secondary data in the form of the company's annual financial statements. The data analysis methods used are ordinal logistic regression analysis and hypothesis testing. The results showed that sukuk structure has a negative effect on sukuk rating, while sukuk guarantee status has a positive effect on sukuk rating. Then for simultaneous test results, sukuk structure and sukuk guarantee status have a significant effect on sukuk rating.

Key Words: Sukuk Structure, Sukuk Guarantee Status, Sukuk Rating

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN SAMPUL	i
HALAMAN JUDUL.....	ii
HALAMAN PERSETUJUAN	iii
HALAMAN PENGESAHAN	iv
HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN	v
PRAKATA	vi
ABSTRAK	xi
DAFTAR ISI	xii
DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR GAMBAR	xv
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah	11
1.3 Tujuan Penelitian	12
1.4 Kegunaan Penelitian.....	12
1.4.1 Kegunaan Teoritis	12
1.4.2 Kegunaan Praktis.....	12
1.5 Sistematika Penulisan.....	13
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	
2.1 Landasan Teori	15
2.1.1 Teori Sinyal (<i>Signalling Theory</i>)	15
2.1.2 Sukuk.....	16
2.1.2.1 Definisi Sukuk.....	16
2.1.2.2 Karakteristik Sukuk	17
2.1.2.3 Jenis-jenis Sukuk.....	18
2.1.2.4 Struktur Sukuk	30
2.1.2.5 Pihak-pihak yang Terlibat dalam Penerbitan Sukuk.....	32
2.1.2.6 Status Jaminan Sukuk.....	32
2.1.3 Peringkat Sukuk (<i>Rating</i> Sukuk).....	35
2.1.3.1 Mekanisme Pemeringkatan PT Pefindo....	36
2.2 Penelitian Terdahulu	42
2.3 Kerangka Pemikiran.....	45
2.4 Hipotesis Penelitian.....	47
2.4.1 Pengaruh Struktur Sukuk terhadap <i>Rating</i> Sukuk.....	47
2.4.2 Pengaruh Status Jaminan Sukuk terhadap <i>Rating</i> Sukuk.....	48
2.4.3 Pengaruh Struktur Sukuk dan Status Jaminan Sukuk terhadap <i>Rating</i> Sukuk.....	50
BAB III METODE PENELITIAN	
3.1 Rancangan Penelitian	52
3.2 Tempat dan Waktu Penelitian	52

3.3	Populasi dan Sampel	52
3.4	Jenis Data dan Sumber Data	54
3.4.1	Jenis Data	54
3.4.2	Sumber Data	54
3.5	Metode Pengumpulan Data	54
3.6	Variabel Penelitian dan Definisi Operasional.....	54
3.6.1	Variabel Penelitian	54
3.6.2	Definisi Operasional	55
3.6.2.1	Variabel Independen.....	55
3.6.2.2	Variabel Dependen	56
3.7	Analisis Data.....	57
3.7.1	Analisis Statistik Deskriptif	57
3.7.2	Analisis Regresi Logistik Ordinal	58
3.7.3	Uji Hipotesis	59
3.7.3.1	Uji Goodness of Fit.....	59
3.7.3.2	Uji Model Fitting Information	59
3.7.3.3	Uji Wald.....	59
3.7.3.4	Uji Pseudo R-Square.....	60
3.7.3.5	Uji Paralell Lines	60

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1	Gambaran Umum Sampel Penelitian	61
4.2	Analisis Data.....	63
4.2.1	Analisis Statistkik Deskriptif.....	63
4.2.3	Analisis Regresi Logistik Ordinal	64
4.2.4	Uji Hipotesis	66
4.2.4.1	Uji Goodness of Fit.....	66
4.2.4.2	Uji Model Fitting Information	67
4.2.4.3	Uji Wald.....	68
4.2.4.4	Uji Pseudo R-Square.....	70
4.2.4.5	Uji Paralell Lines	71
4.3	Pembahasan Hasil Penelitian	72
4.3.1	Pengaruh Struktur Sukuk terhadap <i>Rating</i> Sukuk.....	72
4.3.2	Pengaruh Status Jaminan Sukuk terhadap <i>Rating</i> Sukuk.....	74
4.3.3	Pengaruh Struktur Sukuk dan Status Jaminan Sukuk terhadap <i>Rating</i> Sukuk.....	77

BAB V PENUTUP

5.1	Kesimpulan	79
5.2	Keterbatasan Penelitian	80
5.2	Saran	81

DAFTAR PUSTAKA.....	82
----------------------------	-----------

LAMPIRAN.....	87
----------------------	-----------

DAFTAR TABEL

Tabel		Halaman
1.1	Data Perkembangan Sukuk Korporasi di Indonesia	3
2.1	Perbedaan Sukuk dan Obligasi	17
2.2	Standar Peringkat Sukuk Menurut Pefindo.....	38
2.3	Penelitian Terdahulu	44
3.1	Daftar Sampel Perusahaan	53
3.2	Definisi Operasional	57
4.1	Data Sampel Penelitian.....	62
4.2	Hasil Analisis Data Statistik Deskriptif	63
4.3	Hasil Parameter Estimasi Model Regresi Ordinal Logistik	65
4.4	Hasil Uji Kebaikan Model (<i>Goodness of fit</i>)	66
4.5	Hasil Uji Statistik G (logit).....	67
4.6	Hasil Uji Statistik Wald	68
4.7	Hasil Nilai Odds Ratio	69
4.8	Hasil Uji Pseudo R-Square.....	70
4.9	Hasil Uji Parallel Lines	71

DAFTAR GAMBAR

Gambar		Halaman
2.1	Model Skema Sukuk Murabahah	19
2.2	Model Skema Sukuk Ijarah	22
2.3	Model Skema Sukuk Musyarakah	25
2.4	Kerangka Pemikiran.....	46

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Dalam Islam, harta yang dimiliki oleh setiap umat manusia hanyalah titipan dari Allah SWT sebagai satu-satunya pemilik mutlak dari semua ciptaan-Nya. Manusia hanya sebatas melaksanakan amanah dari Allah SWT untuk mengelola dan memanfaatkan harta sesuai dengan ketentuan-Nya. Salah satu bentuk pengelolaan dan pemanfaatan harta dalam Islam adalah investasi. Investasi menurut Islam adalah penanaman dana atau penyertaan modal untuk suatu bidang tertentu yang kegiatannya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah baik, objeknya maupun prosesnya. Umumnya, tujuan investasi yakni membuat harta yang dimiliki lebih produktif. Allah SWT telah berfirman dalam Al-qur'an tentang dorongan melakukan pemanfaatan harta agar tidak mengendap dan terpusat pada orang kaya yakni pada ayat sebagai berikut:

“Harta rampasan fa'i yang diberikan Allah kepada Rasul-Nya (yang berasal) dari penduduk beberapa negeri, adalah untuk Allah, Rasul, kerabat (Rasul), anak-anak yatim, orang-orang miskin dan untuk orang-orang yang dalam perjalanan, agar harta itu jangan hanya beredar di antara orang-orang kaya saja di antara kamu. Apa yang diberikan Rasul kepadamu maka terimalah. Dan apa yang dilarangnya bagimu maka tinggalkanlah. Dan bertakwalah kepada Allah. Sungguh, Allah sangat keras hukuman-Nya.” (Q.S Al-Hasyr:59:7)

Jika diartikan secara luas dalam ayat tersebut Allah SWT memerintahkan umat manusia untuk mengelola dan memanfaatkan harta yang dimiliki agar tidak hanya dirasakan oleh golongan tertentu. Nabi Muhammad SAW juga telah lama mempraktekkan pengelolaan harta dengan melakukan investasi. Pengalaman Nabi Muhammad SAW yang lama sebagai pedagang dan pengelola bisnis (*mudharib*) menjadi bukti nyata bagaimana Islam telah lama

mendukung adanya suatu investasi dalam kehidupan. Hidayat (2011:24) juga mengemukakan bahwa salah satu sahabat Rasulullah SAW yaitu Khalifah Umar bin Khatab r.a pernah menganjurkan kaum muslimin untuk memanfaatkan hartanya dengan mengatakan bahwa jika memiliki uang, hendaknya diinvestasikan dan jika memiliki tanah, hendaknya ditanami.

Perkembangan bentuk investasi di masa sekarang tidak hanya sebatas investasi pada sektor riil atau investasi secara langsung (*direct investment*) yaitu investasi pada aset atau faktor produksi untuk melakukan usaha, melainkan berkembang hingga sektor non-riil yaitu investasi pada aset finansial atau biasa disebut dengan investasi secara tidak langsung (*indirect investment*) dengan berbagai macam bentuk instrumen. Pasar modal menjadi wadah dalam melakukan investasi dalam bentuk aset finansial. Menurut Azis (2015:15), pasar modal merupakan tempat bertemunya pihak yang memiliki kelebihan dana dan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas.

Di Indonesia, sebutan untuk pasar modal adalah Bursa Efek Indonesia atau biasa disingkat dengan BEI. Berbagai macam instrumen keuangan diperdagangkan tidak terkecuali produk yang sesuai dengan prinsip syariah. Sukuk merupakan salah satu bentuk instrumen keuangan syariah dalam pasar modal yang perkembangannya sangat pesat dan peluangnya menjanjikan.

Sukuk menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No.32/DSN-MUI/IX/2002 merupakan suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan perusahaan (emiten) kepada pemegang sukuk dengan ketentuan akan mendapatkan bagi hasil serta membayar kembali dana obligasi syariah pada saat jatuh tempo. Sukuk menjadi instrumen keuangan dimana pasar sangat responsif. Reaksi pasar saham yang responsif diprosikan

salah satunya dengan melihat return tak normal (*abnormal return*) sebagai indikator pengukuran. Rizaldi (2020) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan pada sekitar tanggal penerbitan sukuk pada periode 2014- 2019 yang artinya investor merespon adanya penerbitan sukuk. Sukuk memiliki keistimewaan dimata investor dibanding instrumen keuangan syariah lainnya. Sukuk memberikan penghasilan atau nisbah bagi hasil yang lebih kompetitif dan dibayarkan setiap bulannya imbalan dan nilai nominal sampai dengan sukuk jatuh tempo. Selain itu, investor dapat memperoleh penghasilan tambahan berupa margin (*capital gain*), serta dapat terhindar dari unsur-unsur yang dilarang dalam bermuamalah seperti *riba*, *gharar* dan *maysir*.

Tabel 1.1
Data Perkembangan Sukuk Korporasi di Indonesia

Tahun	Akumulasi Jumlah Penerbitan Sukuk	Akumulasi Persentase Peningkatan	Nilai Akumulasi Penerbitan Sukuk (Triliun)	Jumlah Sukuk Outstanding	Nilai Outstanding (Triliun)
2015	87	17%	16,66	47	9,9
2016	102		20,43	53	11,9
2017	137	57%	26,39	79	15,7
2018	175	101%	36,12	99	21,3
2019	232	167%	48,24	143	29,83
Oktober 2020	271	211%	54,54	163	31,89

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (2020) (diolah)

Dalam penerbitannya, sukuk dibedakan menjadi dua yakni, sukuk korporasi dan sukuk negara. Perkembangan sukuk korporasi di Indonesia yang pesat dan konsisten naik dari tahun 2015 hingga per Oktober tahun 2020 sebagaimana disajikan dalam tabel 1.1 mencapai 271 penerbitan sukuk dengan akumulasi nilai penerbitan adalah 54,54 triliun dan jumlah sukuk *outstanding*

yakni 163 dengan nilai 31,89 Triliun. Hal tersebut meningkat dari tahun ke tahun dengan akumulasi peningkatan penerbitan sukuk sebesar 211% jika dihitung perkembangannya dari tahun 2015 (OJK, 2020).

Peningkatan sebesar rata-rata 30% setiap tahunnya untuk penerbitan sukuk negara juga memperlihatkan bahwa sukuk sangat menjanjikan terkhusus pada kontribusinya dalam pembiayaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN). Total akumulasi penerbitan sukuk negara hingga bulan Oktober 2018 telah mencapai lebih dari 950 triliun dengan *outstanding* per 25 Oktober 2018 sebesar 657 triliun (Kemenkeu, 2018).

Ketertarikan para investor terhadap sukuk membuat para investor banyak mencari informasi tentang risiko dan keuntungan yang akan didapatkan. Berdasarkan teori sinyal menurut Bringham dan Houston (2016:488), informasi yang diperoleh investor merupakan sebuah sinyal yang akan mempengaruhi keputusan investasi di masa yang akan datang. Dalam penerapan teori sinyal, pihak pemberi informasi dapat memilih apa dan bagaimana informasi akan ditampilkan dan pihak penerima informasi dapat memilih bagaimana menginterpretasikan informasi yang diterima, namun menurut Raharja dan Sari (2008) informasi yang didapatkan masih bersifat tidak seimbang atau *asymmetric information*. Berdasarkan permasalahan tersebut menurut Sudaryanti (2011) indikator penilaian dari sukuk dapat dilihat dari peringkat atau *rating* sukuk.

Event of default dari investasi sukuk pernah terjadi di Indonesia pada PT. X yakni perusahaan yang bergerak di bidang transportasi laut dan muatan cair. Perusahaan tersebut menerbitkan sukuk ijarah tahun 2007 dan 2009. Kegagalan yang terjadi dikarenakan perusahaan tersebut masih belum menerapkan

mekanisme pelaksanaan sukuk ijarah sebagaimana yang telah diatur dan ditetapkan sehingga gagal untuk memenuhi kewajiban yang telah disepakati. Dua isu utama dalam mekanisme pelaksanaan sukuk ijarah PT X yakni berkaitan dengan struktur sukuk dan status jaminan dari *underlying asset*. Kegagalan dari perusahaan X mengakibatkan PT. Pefindo pada tahun 2012 menyatakan kondisi *default* pada penerbitan sukuk ijarah PT X dan menurunkan peringkat sukuk hingga kategori non- investment grade (idD) (Pranata, 2014).

Peristiwa kegagalan yang dialami PT. X tentu menjadi kekhawatiran sendiri bagi perusahaan dan utamanya sebagai seorang investor, sehingga penting bagi mereka untuk selalu memerhatikan dan memantau kinerja sukuk melalui peringkat sukuk. Menurut Borhan dan Ahmad (2018), *rating* dapat menjadi sinyal yang menunjukkan kategori layak atau tidak layak untuk melakukan investasi sukuk, selain itu *rating* juga dapat mengurangi potensi adanya *asymmetric information* dari pihak penerbit sukuk dan investor. Peringkat sukuk menggambarkan tingkat probabilitas kegagalan hutang dan risiko dari perusahaan yang menjadi emiten. Semakin baik peringkat yang dimiliki oleh sukuk tersebut, semakin rendah tingkat probabilitas kegagalan hutang dan risiko yang akan didapatkan. Lebih lanjut Hadinata (2020) menyimpulkan bahwa untuk mengantisipasi risiko-risiko *default* yang akan terjadi dalam melakukan investasi sukuk, penting melakukan analisis awal tentang *rating* sukuk yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkatan.

Dalam meningkatkan aktivitas pasar sekunder guna membantu masyarakat dalam menentukan pilihan investasi yang tepat, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mengakui keberadaan lembaga *rating* yang bertujuan untuk memeringkat obligasi dan sukuk. Di Indonesia, lembaga independen khusus

untuk memeringkat sukuk adalah PT Pefindo (Pemeringkat Efek Indonesia) dan PT. Kasnic *Rating Agency*, namun kebanyakan perusahaan yang menerbitkan sukuk di Bursa Efek Indonesia mendapatkan *rating* melalui PT Pefindo. Pemeringkatan yang dilakukan oleh PT Pefindo yakni dengan membagi peringkat sukuk kedalam dua kategori yakni *investment grade* dan *non-investment grade*.

Sukuk dengan kategori *investment grade* akan mendapatkan peringkat dengan symbol peringkat AAA sampai BBB- yang artinya risiko yang dimiliki obligasi tersebut rendah dan suatu perusahaan atau negara memiliki kemampuan yang baik dalam memenuhi kewajibannya. Sedangkan untuk *non-investment grade* akan mendapatkan peringkat dengan symbol BB- sampai D yang artinya risiko yang dimiliki obligasi tersebut tinggi dan suatu perusahaan atau negara memiliki kemampuan yang kurang menjamin dalam pemenuhan kewajibannya di masa yang akan datang.

Metodologi peringkat sukuk yang dilakukan oleh PT. Pefindo mengadopsi dari proses pemeringkatan pada obligasi konvensional yakni dengan melihat aspek bisnis dan keuangan perusahaan, selain itu juga melihat risiko yang dapat mempengaruhi kemampuan dari perusahaan untuk melunasi kewajibannya yakni penilaian risiko industri, risiko finansial dan risiko bisnis. Hal tersebut sejalan dengan teori yang disampaikan oleh Bringham dan Houston (2016:488) bahwa terdapat dua faktor yang dapat mempengaruhi peringkat suatu obligasi. Pertama, faktor kuantitatif berupa rasio-rasio keuangan dan Kedua, faktor kualitatif berupa struktur, umur, ketentuan jaminan, stabilitas, regulasi, lingkungan dan lain sebagainya. Secara detail pendekatan yang dilakukan akan beragam didasarkan kepada karakteristik bisnis/ industri yang dijalankan

perusahaan (Pefindo,2019), namun belum ada penjelasan lebih rinci mengenai variabel apa saja yang digunakan dalam menilai *rating* sukuk.

Penilaian PT. Pefindo dalam proses pemeringkatan surat hutang dan sukuk pada intinya didasarkan pada penilaian risiko tentang kemampuan perusahaan dalam melakukan kewajibannya sebagaimana telah diperjanjikan di awal proses investasi kepada pihak investor. Menurut penelitian Innasativa (2018) yang meneliti tentang perbandingan risiko sukuk dan obligasi dengan menggunakan alat ukur *Value at Risk* (VAR) menyatakan bahwa sukuk memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan obligasi. Faktor yang menyebabkan perbedaan risiko tersebut adalah *pertama*, struktur sukuk berupa *return* yang menggunakan konsep *fee/* bagi hasil bukan suku bunga yang bersifat tidak pasti dan *kedua*, keberadaan *underlying asset* sebagai dasar penerbitan sukuk. Perbedaan sifat tersebut yang membuat risiko yang ditimbulkan dalam hal investasi sukuk dan obligasi berbeda. Lebih lanjut dalam penelitian Innasativa (2018) menyatakan bahwa kedua faktor tersebut yang membuat investor merasa lebih aman dan merasa diuntungkan dalam melakukan investasi sukuk. Berdasarkan penilaian risiko tersebut, peneliti tertarik untuk melihat pengaruh dari dua variabel yaitu struktur sukuk dan status jaminan sukuk terhadap *rating* sukuk yang akan diberikan oleh PT.Pefindo.

Menurut *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) *Sharia Standards* No.17 (2017), terdapat 14 jenis tipe sukuk dengan 7 jenis tipe sukuk yang umum digunakan dalam pasar sukuk yaitu sukuk murabahah, sukuk salam, sukuk istishna, sukuk ijarah, sukuk musyarakah, sukuk mudharabah dan sukuk *hybrid*. Menurut Fitrianiingsih (2017) struktur sukuk akan terbentuk berdasarkan akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk.

Di Indonesia, penggunaan sukuk yang berkembang dan banyak digunakan sampai saat ini adalah sukuk ijarah dan sukuk mudharabah (OJK, 2020). Pertimbangan pemilihan sukuk dipengaruhi oleh kebutuhan pembiayaan dari perusahaan serta struktur sukuk yaitu imbal hasil yang ditawarkan. Struktur sukuk akan mempengaruhi risiko yang akan didapatkan oleh investor dan pihak perusahaan karena pemilihan akad yang digunakan juga berbeda dan imbal hasil yang ditawarkan juga tentunya berbeda. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Muliana (2018) bahwa investor lebih menyukai sukuk ijarah karena imbal hasil yang ditawarkan dalam bentuk *fee* lebih bersifat pasti dibandingkan sukuk mudharabah. Lebih lanjut penelitian yang menguji apakah struktur sukuk berpengaruh terhadap peringkat sukuk juga pernah dilakukan pada pasar modal Malaysia yakni oleh Abulgasem *et al.* (2015) dan Borhan dan Ahmad (2018). Hasil penelitian menyatakan bahwa struktur sukuk berpengaruh signifikan terhadap peringkat sukuk. Hasil yang serupa juga didapatkan oleh Puspita Sari (2020) yang meneliti dalam cakupan Pasar Modal di Indonesia. Dalam penelitiannya juga menyatakan bahwa struktur sukuk berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat sukuk, namun hasil yang berbeda didapatkan oleh Fitrianiingsih (2017), Lestari (2018) dan Tyas (2019) dalam penelitiannya yang menyatakan bahwa struktur sukuk tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap peringkat sukuk.

Underlying asset menjadi syarat wajib dalam melakukan penerbitan sukuk. Hal tersebut yang menjadikan sukuk bukan termasuk surat hutang melainkan disebut surat investasi (Direktorat Pembiayaan Syariah, 2015). Keberadaan dari *underlying asset* dapat dijamin atau tidak dijamin. Keadaan tersebut yang mewajibkan para penerbit sukuk untuk memberikan informasi

tambahan tentang status jaminan dari sukuk. Peraturan tersebut terdapat dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 18/POJK.04/2015. Menurut penelitian Borhan dan Ahmad (2018), sukuk yang diberikan jaminan akan memiliki peringkat lebih tinggi dibandingkan sukuk yang tidak dijamin. Lebih lanjut, Aulya (2019) dalam penelitiannya menyatakan bahwa sukuk yang dijamin akan lebih menarik investor karena risiko yang akan diterima investor kecil kemungkinannya. Walaupun perusahaan tersebut sudah terkenal dan mendapatkan kepercayaan maupun *goodwill*, hal tersebut tidak cukup apabila perusahaan tersebut tidak memberikan jaminan kepada investor. Hal ini disebabkan investor sejatinya tidak ingin ada risiko gagal bayar di masa yang akan datang, sehingga jaminan penting dalam menerbitkan sukuk. Hasil yang sama juga diperoleh penelitian Puspita Sari (2020) yang menyatakan bahwa status jaminan berpengaruh signifikan terhadap peringkat sukuk, namun hasil penelitian yang berbeda didapatkan dalam penelitian yang dilakukan oleh Purwaningsih (2013) dan Rahayuningsih (2016) yang menunjukkan bahwa status jaminan sukuk tidak berpengaruh terhadap peringkat sukuk.

Hasil penelitian yang masih tidak konsisten terkait pengaruh struktur sukuk dan status jaminan sukuk terhadap peringkat sukuk mendorong peneliti untuk kembali meneliti kedua variabel tersebut dengan melakukan pengembangan dari penelitian sebelumnya. Penelitian ini penting dilakukan untuk melihat seberapa konsisten hasil penelitian yang dilakukan sebelumnya. Meskipun telah banyak dilakukan penelitian tentang variabel-variabel yang mempengaruhi *rating* sukuk, namun hasil dari penelitian tersebut beragam. Hal tersebut disebabkan karena perbedaan sifat variabel independen (X), Alat ukur dari variabel dependen (Y), populasi penelitian dan metode analisis data.

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian yang telah dilakukan dan telah dipublikasikan oleh Puspita Sari (2020) terkait *rating* sukuk. Adapun perbedaan-perbedaan antara penelitian kali ini dengan penelitian sebelumnya.

Perbedaan *pertama* terletak pada variabel independen (X). Penelitian sebelumnya menggunakan variabel umur sukuk sebagai variabel independen. Sedangkan dalam penelitian kali ini tidak menggunakan variabel umur sukuk. Hal ini disebabkan karena hasil penelitian menggunakan variabel umur sukuk yang konsisten berpengaruh terhadap peringkat sukuk, membuat peneliti tidak mengambil variabel tersebut untuk diteliti kembali. Menurut Widowati (2013), investor cenderung tidak menyukai sukuk dengan umur yang lebih panjang karena risiko yang akan didapatkan semakin besar dan sebaliknya untuk sukuk dengan umur yang pendek lebih banyak diminati investor dan menunjukkan pengaruhnya terhadap peringkat sukuk. Hasil yang sama juga didapatkan oleh Purwaningsih (2013), Rahayuningsih (2016), Al Haraq (2017), dan Puspita Sari (2020) dalam penelitiannya terkait pengaruh umur sukuk terhadap peringkat sukuk.

Dalam penelitian ini juga tidak memasukkan variabel rasio keuangan. Hal tersebut didasarkan pada hasil penelitian sebelumnya terkait rasio keuangan seperti rasio profitabilitas dan rasio likuiditas yang konsisten berpengaruh terhadap penilaian *rating* sukuk yang dilakukan oleh PT Pefindo. PT Pefindo juga telah menguraikan dalam penjelasan terkait *rating* sukuk bahwa risiko keuangan merupakan salah satu risiko yang dipertimbangkan dalam menilai *rating* sukuk. Sehingga peneliti tidak menemukan urgensi untuk memasukkan kembali rasio keuangan dalam penelitian kali ini (Pefindo,2019).

Perbedaan *kedua* terletak pada variabel dependen (Y). Penelitian sebelumnya tidak menjelaskan secara rinci terkait interpretasi dari alat ukur peringkat sukuk, namun hanya berdasarkan pada symbol pemeringkatan yang dikeluarkan oleh PT Pefindo, sedangkan penelitian kali ini menggunakan alat ukur berdasarkan pengelompokan kategori dari symbol peringkat yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo mengacu pada pengelompokan dari mitra PT Pefindo yaitu Standard & Poor yang dimana symbol peringkat dibagi kedalam tiga kategori yang lebih spesifik yaitu sangat layak investasi (AA+ hingga AAA), layak investasi (BBB- hingga AA-) dan kurang layak investasi (CCC hingga BB+) (Azis, 2015:107-108).

Perbedaan *ketiga* terletak pada populasi penelitian. Populasi penelitian pada penelitian sebelumnya terdiri dari perusahaan penerbit sukuk yang terdaftar pada Daftar Efek Syariah (DES) pada tahun 2016-2018. Sedangkan pada penelitian kali ini terdiri dari perusahaan yang menerbitkan sukuk di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2015-2019. Berdasarkan uraian latar belakang diatas peneliti bertujuan untuk melakukan penelitian dengan judul:

“Pengaruh Struktur Sukuk dan Status Jaminan Sukuk Terhadap *Rating* Sukuk Di Bursa Efek Indonesia”

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan atas, yang menjadi rumusan masalah penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah struktur sukuk berpengaruh terhadap *rating* sukuk?
2. Apakah status jaminan sukuk berpengaruh terhadap *rating* sukuk?

3. Apakah struktur sukuk dan status jaminan sukuk berpengaruh secara bersama-sama (simultan) terhadap *rating* sukuk?

1.3. Tujuan Penelitian

1. Untuk menganalisis pengaruh struktur sukuk terhadap *rating* sukuk.
2. Untuk menganalisis pengaruh status jaminan sukuk terhadap *rating* sukuk.
3. Untuk menganalisis pengaruh struktur sukuk dan status jaminan sukuk secara bersama-sama terhadap *rating* sukuk.

1.4. Kegunaan Penelitian

1.4.1. Kegunaan Teoritis

Kegunaan teoritis yang diharapkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Memberikan kontribusi dan pengembangan dalam bidang akuntansi utamanya dalam konsentrasi akuntansi keuangan islam, khususnya dalam kajian tentang *rating* sukuk.
2. Memperkuat penelitian sebelumnya dan dapat menjadi dasar untuk penelitian selanjutnya yang tertarik untuk meneliti faktor yang mempengaruhi peringkat (*rating*) sukuk.

1.4.2. Kegunaan Praktis

Kegunaan praktis yang diharapkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagi investor

Penelitian ini dapat memberikan gambaran dan informasi kepada investor pasar modal syariah mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat sukuk, hal ini dapat dilihat dari struktur sukuk dan status jaminan sukuk, sehingga menjadi pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi.

2. Bagi perusahaan

Penelitian ini dapat memberikan informasi yang dapat dijadikan bahan masukan dan pertimbangan dalam melihat faktor-faktor yang akan mempengaruhi *rating* sukuk suatu perusahaan.

3. Bagi peneliti

Penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan dan pengetahuan peneliti khususnya terkait *rating* sukuk.

1.5. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan ini bertujuan untuk memudahkan pembaca memahami isi penelitian. Sistematika penulisan dalam penelitian ini terbagi menjadi lima bab berdasarkan buku pedoman penulisan skripsi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin (2012) dengan uraian sebagai berikut.

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini menguraikan latar belakang penelitian, rumusan masalah berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan, tujuan penelitian berdasarkan rumusan masalah tersebut, kegunaan penelitian, ruang lingkup penelitian, serta sistematika penulisan.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini menjelaskan mengenai landasan teori yang berhubungan dengan sukuk. Bab tinjauan pustaka juga membahas mengenai penelitian terdahulu, kerangka penelitian, serta perumusan hipotesis penelitian.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini berisikan penjelasan mengenai rancangan penelitian, tempat dan waktu penelitian, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, teknik pengumpulan data, variable penelitian dan definisi operasional, serta metode analisis data.

BAB IV HASIL PENELITIAN

Bab ini berisikan deskripsi data yang telah diolah dengan teknik statistik deskriptif, pengujian atas hipotesis penelitian, dan pembahasan dari hasil penelitian.

BAB V PENUTUP

Bab ini berisikan simpulan terkait dengan pembahasan hasil penelitian, saran, serta keterbatasan penelitian.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Teori sinyal merupakan informasi dalam bentuk petunjuk atau sinyal yang dibutuhkan oleh investor untuk mengambil keputusan. Informasi tersebut akan membantu investor untuk melihat prospek perusahaan kedepannya. Hal ini didukung oleh Teori Sinyal menurut Brigham dan Houston (2016:488), yakni suatu perilaku manajemen dalam perusahaan dalam memberikan petunjuk kepada investor yang berhubungan dengan pandangan manajemen terhadap prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Lebih lanjut Khairudin dan Windita (2017) mengungkapkan bahwa dalam penerapan teori sinyal, pihak pemberi informasi dapat memilih apa dan bagaimana informasi akan ditampilkan dan pihak penerima informasi dapat memilih bagaimana menginterpretasikan informasi yang diterima.

Sinyal berbentuk informasi keuangan maupun non keuangan dapat memberikan sinyal kepada pihak eksternal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik atau buruk di masa mendatang. Hal tersebut yang menjadi landasan pentingnya suatu perusahaan memilih informasi yang kuat agar sinyal yang diberikan dapat merubah penilaian pihak eksternal kepada perusahaan serta dapat menekan risiko terjadinya asimetri informasi dalam suatu entitas. Asimetri informasi terjadi karena adanya salah satu pihak yang mempunyai informasi lebih baik daripada pihak berkepentingan lainnya (Raharja dan Sari, 2008). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa di dalam pasar terjadi suatu

aktivitas pemberian sinyal dalam bentuk informasi oleh pihak manajemen terkait apa yang telah dilakukan oleh perusahaan dengan tujuan merubah penilaian pihak eksternal agar dapat menjadi pertimbangan mereka untuk mengambil keputusan dan memberikan umpan balik kepada perusahaan seperti pengambilan keputusan untuk melakukan investasi.

Menurut penelitian Raharja dan Sari (2008), bentuk sinyal yang diberikan kepada pihak eksternal dapat berupa informasi peringkat obligasi yang di publikasikan. Misalnya perusahaan penerbit surat berharga seperti obligasi. Perusahaan tersebut memberikan sinyal bahwa perusahaan yang memiliki informasi tentang rasio keuangan tertentu dapat memprediksi peringkat obligasi. Informasi berupa pemberian peringkat obligasi yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi signal kondisi perusahaan.

2.1.2. Sukuk

2.1.2.1. Definisi Sukuk

Kata Sukuk merupakan bentuk plural dari kata “*Sakk*” yang berasal dari bahasa Arab, yang berarti dokumen atau sertifikat. Majelis Ulama Indonesia telah mengeluarkan Fatwa MUI No. 32 Tahun 2002 yang menjelaskan tentang sukuk atau obligasi syariah. Dalam fatwanya dijelaskan bahwa sukuk adalah surat berharga jangka panjang yang sesuai dengan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh suatu perusahaan (emiten) kepada pemegang sukuk dimana dari sukuk tersebut akan mendapatkan bagi hasil/margin/fee serta mempunyai masa jatuh tempo untuk membayar kembali dana obligasi tersebut.

Menurut *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) *Sharia Standards No.17* (2017), definisi investasi sukuk adalah sebagai berikut:

“Investment sukuk are certificates of equal value representing undivided shares in ownership of tangible assets, usufruct and services or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity”

2.1.2.2. Karakteristik Sukuk

Menurut Direktorat Pembiayaan Syariah (2015), karakteristik sukuk adalah sebagai berikut:

1. Berupa bukti kepemilikan suatu asset atau hak manfaat (*beneficial asset*);
2. Pendapatan yang diterima bergantung pada jenis akad yang digunakan , dapat berupa imbalan atau marjin dan bagi hasil;
3. Sukuk merupakan instrumen yang terbebas dari unsur riba, gharar dan maysir;
4. Dalam penerbitan sukuk dibutuhkan *underlying asset*;
5. Penggunaan dana hasil penerbitan sukuk atau *proceeds* harus sesuai dengan prinsip syariah.

Perbandingan karakteristik sukuk dan obligasi konvensional sebagai instrumen investasi adalah sebagai berikut:

Tabel 2.1.
Perbedaan Sukuk dan Obligasi

Item	Sukuk	Obligasi
Prinsip dasar	Surat berharga yang diterbitkan berdasarkan prinsip	Surat berharga yang berisi pernyataan terhadap utang tanpa

	syariah sebagai bukti kepemilikan suatu asset yang menjadi dasar penerbitan sukuk.	adanya syarat dari penerbit.
Sifat Instrumen	Sertifikat atas kepemilikan asset.	Instrumen pengakuan atas transaksi utang.
Return (pendapatan)	Imbalan, bagi hasil, margin	Capital gain, bunga/kupon
<i>Underlying assets</i>	Perlu	Tidak perlu
Penggunaan dana	Harus sesuai dengan prinsip syariah.	Bebas
Fatwa/opini syariah	Ada	Tidak ada

Sumber: Direktorat Pembiayaan Syariah (2015)

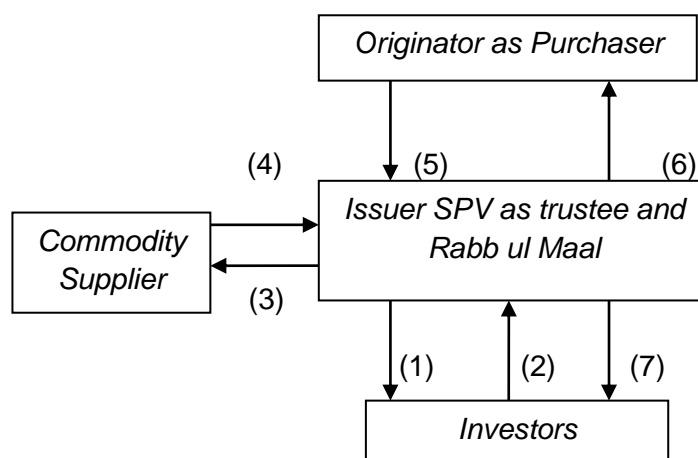
2.1.2.3. Jenis- jenis Sukuk

Menurut *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) Sharia Standards No.17 (2017)*, terdapat 14 jenis tipe sukuk dengan 7 jenis tipe sukuk yang umum digunakan dalam pasar sukuk. Sukuk tersebut dibagi kedalam dua jenis instruments yakni pertama, *Debt type instruments*, yaitu investasi yang memiliki bentuk pembayaran keuntungan yang sifatnya tetap dan telah ditentukan bagi pemegang sukuk, contohnya adalah Sukuk Murabahah, Sukuk Salam, Sukuk Istishna, dan Sukuk Ijarah. Kedua, *Equity type instruments*, yaitu investasi yang tidak menunjukkan fitur instrumen jenis utang dan termasuk instrumen yang membuktikan suatu kepentingan residual di dalam asset suatu entitas setelah dikurangi semua kewajibannya, contohnya adalah Sukuk Musyarakah dan Sukuk Mudharabah. Berikut adalah penjelasan untuk setiap jenis-jenis sukuk:

1. Sukuk Murabahah

Sukuk murabahah adalah surat berharga atau sertifikat bernilai sama yang diterbitkan oleh penerbit sukuk dengan tujuan untuk membiayai pembelian komoditi melalui akad murabahah. Ketika pembelian telah selesai, pemegang

sukuk akan menjadi pemilik dari komoditi murabahah dan penerbit sukuk sebagai penjual. Sukuk murabahah tidak dapat diperdagangkan pada pasar sekunder karena sertifikat sukuk murabahah melambangkan utang dan syariah melarang jual –beli instrumen utang (AAOIFI, 2017:151). Berikut adalah gambaran sukuk murabahah dilakukan



Gambar 2.1 Model Skema Sukuk Murabahah
Sumber: (AAOIFI, 2017:153) (diolah)

Keterangan:

- (1) SPV sebagai penerbit sukuk menerbitkan sukuk yang dimana merepresentasikan kepemilikan yang tidak terpisahkan dengan *underlying asset*.
- (2) Investor membayar *proceeds* (dana hasil penerbitan sukuk) kepada SPV. SPV menyatakan kepercayaan atas *proceeds* (dan komoditas apa pun yang diperoleh menggunakan *proceed*) dan dengan demikian wali amanat atau *trustee* akan bertindak atas nama investor
- (3) Pembeli atau *originator* melakukan kesepakatan berdasarkan akad murabahah dengan pihak wali amanat. Masing-masing pihak telah

bersepakat untuk melakukan transaksi dimana pembeli setuju untuk membeli komoditas murabahah dari wali amanat dengan pengiriman *spot* dan ketentuan pembayaran yang ditangguhkan. Periode pembayaran yang ditangguhkan menjadi *maturity of sukuk* atau umur sukuk. Pihak wali amanat akan membeli komoditas kepada pihak ketiga atau pemasok.

- (4) Pemasok komoditas melakukan pengiriman spot komoditas kepada wali amanat dengan mempertimbangkan harga biaya.
- (5) Pihak wali amanat yang menjual komoditas kepada pembeli pada saat pengiriman dari pemasok komoditas yang disesuaikan dengan ketentuan perjanjian murabahah.
- (6) Pihak pembeli melakukan pembayaran dari harga yang ditangguhkan pada interval regular. Jumlah setiap angsuran harga tangguhan sama dengan pengembalian yang harus dibayarkan sesuai dengan sukuk pada saat itu.
- (7) SPV membayar setiap angsuran harga yang ditangguhkan kepada investor menggunakan hasil yang telah diterimanya dari pembeli.

2. Sukuk Salam

Sukuk salam merupakan surat berharga atau sertifikat dari kontrak jual beli suatu barang yang jumlah dan kriterianya telah ditentukan dan pembayarannya dilakukan di muka dengan ketentuan barangnya akan diberikan di kemudiah hari sesuai dengan kesepakatan (AAOIFI, 2017: 154). Pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan sukuk salam adalah sebagai berikut:

- 1) SPV sebagai *issuer* dan akan menjadi penjual dari barang atau komoditas salam.

- 2) Pelanggan dari barang salam adalah pembeli.
- 3) *Fund* yang direalisasikan adalah harga beli dari barang salam atau *salam capital*
- 4) Pemegang sukuk adalah pihak yang memiliki barang salam.

Sukuk salam kurang populer dalam perdagangan di pasar sukuk karena tidak dapat diperdagangkan hingga aset saham dalam bentuk nyata dan disampaikan pada saat jatuh tempo (AAOIFI, 2017: 154)

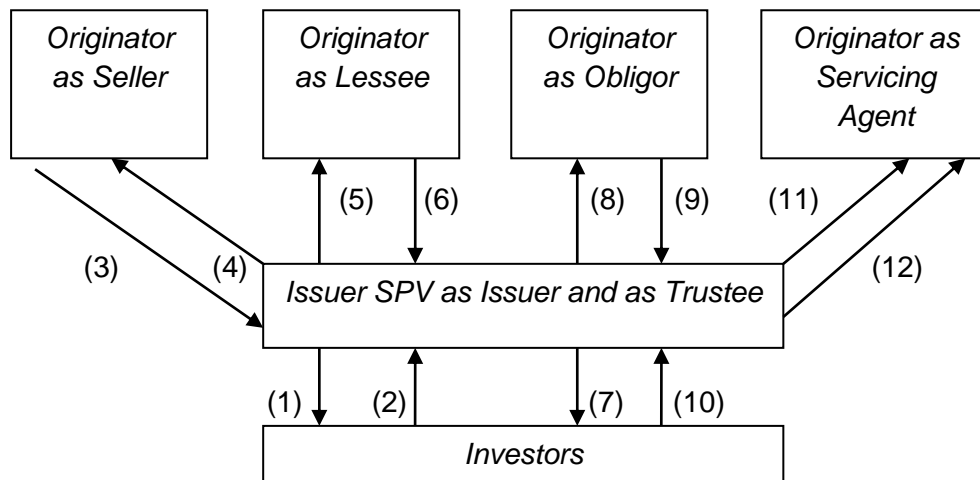
3. Sukuk istishna

Sukuk istishna adalah surat berharga atau sertifikat yang diterbitkan oleh penerbit sukuk dengan tujuan sebagai modal penggerak yang diperlukan untuk produksi, manufaktur, atau konstruksi aset atau proyek. Pemegang sertifikat akan menjadi pemilik dari proyek yang akan dilaksanakan. Pihak yang menjalankan proyek akan menjadi penerbit dari sukuk istishna. Pelanggan dari sukuk istishna adalah pemegang sukuk. Investor sebagai *sukuk holder* akan mendapatkan pembayaran sejumlah harga beli dari produk istishna (AAOIFI, 2017: 154-155)

4. Sukuk Ijarah

Sukuk ijarah adalah surat berharga atau sertifikat yang diterbitkan dengan nilai yang sama oleh pemilik aset sewaan atau aset berwujud yang akan disewakan dengan kesepakatan, atau dikeluarkan oleh perantara keuangan yang bertindak atas nama pemilik dengan tujuan menjual aset dan memulihkan nilainya melalui pembelian sehingga pemegang sertifikat menjadi pemilik asset (AAOIFI, 2017: 155)

Berikut adalah gambaran sukuk ijarah dilakukan:



Gambar 2.2 Model Skema Sukuk Ijarah
 Sumber: (AAOIFI, 2017: 156-157) (diolah)

Keterangan:

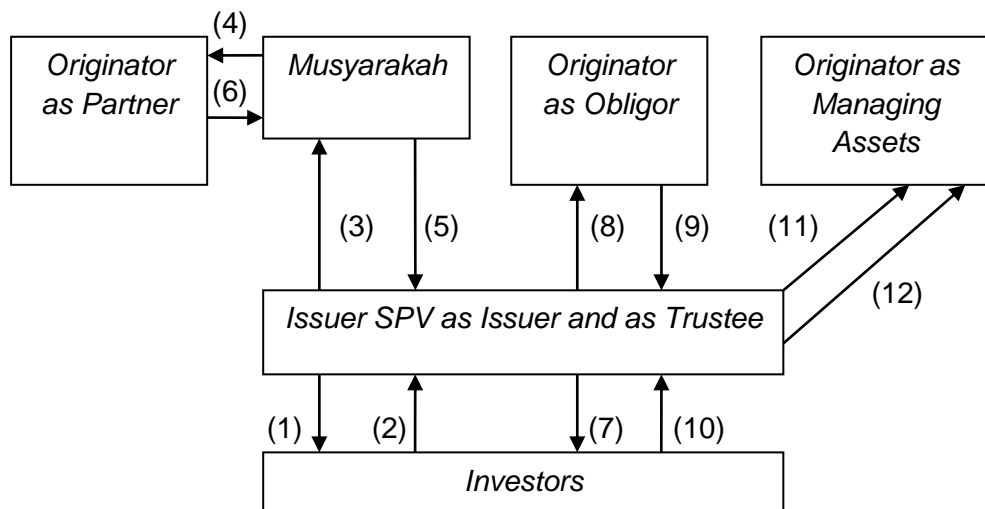
- (1) SPV sebagai penerbit sukuk menerbitkan sukuk yang dimana merepresentasikan kepemilikan yang tidak terpisahkan dengan *underlying asset*.
- (2) Investor membayar *proceeds* (dana hasil penerbitan sukuk) kepada SPV (jumlah pokok). SPV menyatakan kepercayaan atas *proceeds* (dan aset apapun yang diperoleh menggunakan *proceed*) dan dengan demikian wali amanat atau *trustee* akan bertindak atas nama investor.
- (3) *Originator* sebagai penjual melakukan kesepakatan dalam bentuk persetujuan jual-beli dengan *trustee* atau pihak wali amanat.
- (4) *Trustee* membayar harga beli kepada *originator* sebagai pertimbangan dari pembelian *assets* dalam jumlah yang sama dengan jumlah pokok.

- (5) *Trustee* menyewakan asetnya kepada originator dibawah perjanjian ijarah dengan ketentuan waktu tertentu yang menggambarkan *maturity* atau umur sukuk.
- (6) *Originator* sebagai *lessee* atau pihak yang menerima asset sewa akan memberikan pembayaran sewa secara berkala kepada *lessor* atau pihak yang menyewakan. Jumlah yang dibayarkan sama dengan sama dengan jumlah distribusi berkala yang harus dibayarkan berdasarkan sukuk pada saat itu.
- (7) SPV akan membayar biaya sewa kepada investor secara berkala yang telah diterima dari *originator*.
- (8) Skema ini terjadi ketika:
 - a. Kejadian wanprestasi atau pada saat jatuh tempo (pada opsi wali amanat di bawah usaha pembelian)
 - b. Pelaksanaan panggilan opsional (jika berlaku untuk sukuk) atau terjadinya peristiwa pajak (baik pada opsi pencetus di bawah usaha penjualan). Wali amanat akan menjual, dan *originator* akan membeli kembali, aset dengan harga pelaksanaan yang berlaku, yang akan sama dengan jumlah pokok ditambah jumlah distribusi berkala yang terakumulasi tetapi belum dibayar karena investor.
- (9) Pembayaran dari *exercise price* atau harga kesepakatan pada kontrak opsi dimana pemegang opsi dapat menjual atau membeli *underlying assets* yang dilakukan oleh *originator* sebagai *obligor*.
- (10) SPV membayar *exercise price* kepada investor yang diterima dari *originator*.

(11) & (12) Pihak wali amanat dan originator akan melakukan perjanjian *service agency* atau sebagai agen penyedia jasa dimana trustee akan menunjuk *originator* sebagai *servicing agent* untuk melaksanakan kewajiban dalam hal melakukan pemeliharaan, asuransi dan pembayaran pajak sehubungan dengan aset. *Originator* akan mengklaim setiap biaya dan pengeluaran untuk melakukan kewajiban ini. Sewa tambahan (*Supplemental rental*) ini karena berasal dari *originator* sebagai pihak yang menerima sewa, maka akan dibebankan kepada wali amanat untuk membayar biaya layanan tersebut.

5. Sukuk musyarakah

Sukuk musyarakah merupakan surat berharga atau sertifikat yang diterbitkan oleh penerbit sukuk dengan tujuan memperoleh dan untuk menjalankan atau mengembangkan proyek dengan akad musyarakah. Akad musyarakah adalah akad kerjasama dimana semua pihak berkontribusi baik dalam bentuk modal atau bentuk lainnya dengan ketentuan akan berbagi keuntungan sesuai dengan kesepakatan ataupun kerugian dari proses kerjasama yang terjadi yang disesuaikan dengan besarnya kontribusi dalam kerja sama musyarakah (AAOIFI, 2017: 163). Berikut adalah gambaran sukuk musyarakah dilakukan:



Gambar 2.3 Model Skema Sukuk Musyarakah
 Sumber: (AAOIFI, 2017:163-164) (diolah)

Keterangan:

- (1) SPV sebagai penerbit sukuk menerbitkan sukuk yang dimana merepresentasikan kepemilikan yang tidak terpisahkan dengan *underlying asset*.
- (2) Investor membayar *proceeds* (dana hasil penerbitan sukuk) kepada SPV (jumlah pokok). SPV menyatakan kepercayaan atas *proceeds* (dan aset musyarakah) dan dengan demikian wali amanat atau *trustee* akan bertindak atas nama investor.
- (3) *Trustee* melakukan kesepakatan bersama dengan originator dalam akad musyarakah. *Trustee* melakukan kontribusi *proceeds* dari penerbitan sukuk kedalam kesepakatan musyarakah dan dialokasikan jumlah unit dalam kesepakatan musyarakah sebanding dengan kontribusi modalnya
- (4) *Originator* melakukan kesepakatan bersama dengan *trustee* dalam akad musyarakah. *Originator* melakukan kontribusi berupa kas atau

sejenisnya kedalam kesepakatan musyarakah dan dialokasikan jumlah unit dalam kesepakatan musyarakah sebanding dengan kontribusi modalnya

- (5) Pada setiap periode distribusi, *trustee* harus memperoleh bagian persentase *share* yang telah disepakati sebelumnya dari *expected profit* yang dihasilkan dari asset musyarakah. Ketika terjadi kerugian, maka *trustee* harus membayar sesuai dengan proporsi kontribusi modal pada kesepakatan akad musyarakah.
- (6) Pada setiap periode distribusi, *originator* harus memperoleh bagian persentase *share* yang telah disepakati sebelumnya dari *expected profit* yang dihasilkan dari asset musyarakah. Ketika terjadi kerugian, maka *originator* harus membayar sesuai dengan proporsi kontribusi modal pada kesepakatan akad musyarakah.
- (7) SPV akan membayar jumlah distribusi setiap periode kepada investor dengan keuntungan yang diperoleh dari asset musyarakah.
- (8) Skema ini terjadi ketika:
 - a. Kejadian wanprestasi atau pada saat jatuh tempo (pada opsi wali amanat di bawah usaha pembelian)
 - b. Pelaksanaan panggilan opsional (jika berlaku untuk sukuk) atau terjadinya peristiwa pajak (baik pada opsi *originator* di bawah usaha penjualan). Wali amanat akan menjual, dan *originator* akan membeli kembali, aset musyarakah dengan *exercise price* yang berlaku, yang akan sama dengan jumlah pokok ditambah jumlah distribusi berkala yang terakumulasi tetapi belum dibayar karena investor.

(9) Pembayaran dari *exercise price* atau harga kesepakatan pada kontrak opsi dimana pemegang opsi dapat menjual atau membeli *underlying assets* yang dilakukan oleh *originator* sebagai *obligor*.

(10) SPV membayar *exercise price* kepada investor yang diterima dari *originator*.

(11) & (12) *Trustee* dan *Originator* akan membuat kesepakatan manajemen dimana *trustee* akan menunjuk *originator* sebagai agen manajemen untuk mengelola musyarakah. Jika laba yang diterima oleh wali amanat dalam suatu periode lebih besar dari jumlah distribusi berkala untuk periode tersebut, *originator* berhak atas kelebihan tersebut sebagai biaya kinerja di muka. Dalam aturan syariah, semua pembayaran yang dilakukan dalam akad musyarakah dianggap "diperhitungkan" dan akan disesuaikan pada tanggal akhir musyarakah untuk mencerminkan *profit/ loss* musyarakah yang sebenarnya pada akhir periode. Berdasarkan hal tersebut, setiap kelebihan keuntungan yang dibayarkan kepada *originator* akan dianggap sebagai biaya kinerja di muka yang dapat dikembalikan setiap saat (misalnya dalam keadaan *shortfall* antara profit yang diterima *trustee* dan jumlah distribusi berkala) sampai akhir periode akad musyarakah yang disepakati, namun jika periode akad musyarakah telah berakhir, setiap biaya kinerja di muka yang tidak diperlukan untuk dikembalikan dapat dimiliki oleh *originator*.

6. Sukuk Mudharabah

Sukuk mudharabah merupakan surat berharga atau sertifikat yang merepresentasikan kepemilikan unit dengan nilai yang sama dalam modal mudharabah. Sukuk mudharabah banyak digunakan dalam investasi atau proyek

besar. Skema dari sukuk mudharabah adalah sebagai berikut (AAOIFI, 2017: 166)

- 1) SPV menerbitkan sukuk dan melakukan kontribusi dari investor berupa *proceeds* dalam permodalan mudharabah.
- 2) SPV menyatakan kepercayaan atas *proceeds* dan akan bertindak sebagai *trustee* mewakili investor (*rab al-maal*)
- 3) Originator melakukan kontribusi dalam bentuk tenaga kerja ahli dan bertindak sebagai *mudharib*.
- 4) Keuntungan yang didapatkan dari kesepakatan sukuk mudharabah akan dibagi kepada *rab al-maal* dan *mudharib* sesuai dengan kesepakatan profit-sharing ratio yang telah disepakati di awal perjanjian.
- 5) SPV akan membayar kepada investor dengan menggunakan profit yang didapatkan dari kinerja sukuk mudharabah.

7. Sukuk Hybrid

Sukuk *hybrid* adalah sukuk yang diterbitkan menggunakan multi-akad atau lebih dari satu akad. Misalnya mengkombinasikan akad *istishna* dan akad *ijarah*. Sukuk *istishna* dipakai untuk membuat suatu proyek yang kemudian akan disewakan dengan sukuk *ijarah* (AAOIFI, 2017: 166)

Jenis sukuk juga dapat dikelompokkan berdasarkan penerbitan sukuk yaitu Sukuk Korporasi dan Sukuk Negara. Sukuk Korporasi adalah jenis sukuk yang diterbitkan oleh suatu perusahaan yang memenuhi prinsip syariah. Sementara Sukuk Negara atau Sukuk Berharga Syariah Negara (SBSN) adalah sukuk atau surat berharga yang diterbitkan oleh negara berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN, baik diukur dalam bentuk mata uang rupiah ataupun valuta asing.

Perdagangan sukuk korporasi dan sukuk negara dalam pasar sekunder dapat dilakukan. *Fixed Income Trading System (FITS)* adalah sarana perdagangan obligasi dan sukuk yang disediakan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI). Obligasi dan sukuk yang dapat diperdagangkan adalah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Kegiatan perdagangan ini telah didukung oleh peraturan perdagangan yang telah diatur oleh BEI dengan persetujuan Bapepam& LK, selain FITS sukuk juga dapat dilakukan diluar Bursa Efek Indonesia atau *Over The Counter*.

Dalam proses perdagangan sukuk korporasi dan sukuk negara, pihak investor dapat mendapatkan keuntungan tambahan (*capital gain*). Salah satu contoh dari perdagangan sukuk di pasar sekunder adalah sukuk ritel negara. Sukuk ritel Negara merupakan salah satu produk sukuk Negara atau Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) yang ditawarkan oleh pemerintah kepada Warga Negara Indonesia atau perseorangan melalui agen penjual yang dipilih oleh Negara di pasar perdana. Sukuk ritel ini juga dapat diperdagangkan dalam pasar sekunder saat pihak pembeli ingin menjual sukuk tersebut dengan ketentuan yang telah diatur pada saat penerbitannya. Sukuk ritel tersebut dapat dijual dengan ketentuan harga diatas saat pembelian awal di pasar perdana, sehingga mendapatkan keuntungan atau sebaliknya menjual saat penawaran di pasar sekunder lebih rendah dibandingkan saat pembelian di pasar perdana sehingga mendapatkan *loss*. Untuk menghindari risiko *loss*, sebaiknya menahan sukuk ritel tersebut hingga jatuh tempo (Kemenkeu,2020)

Menurut Mugiyati (2016:332), untuk volume perdagangan sukuk korporasi masih jarang dilakukan dikarenakan hal-hal berikut:

1. Masih kurangnya penawaran dalam penjualan kembali sukuk korporasi yang diterbitkan.
2. Masih kurang meratanya distribusi kepemilikan sukuk korporasi. Mayoritas investor sukuk adalah institusi yang cenderung *hold to maturity*.
3. Masih belum memadainya infrastuktur dalam perdagangan pasar sekunder yang mendukung peningkatan likuiditas perdagangan sukuk korporasi
4. Masih kurang *market maker*
5. Perhitungan faktor perpajakan yang rumit sehingga banyak investor memilih untuk *hold to maturity*.

2.1.2.4. Struktur Sukuk

Menurut Fitriainingsih (2017), berdasarkan akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk, struktur sukuk yang terbentuk dapat berupa:

1. Bagi hasil berdasarkan akad mudharabah ataupun musyarakah. Akad mudharabah atau musyarakah termasuk akad kerja sama atau *partnership based* dengan skema bagi hasil pendapatan atau keuntungan. Struktur ini akan memberikan *return* berupa *term indicative/ expected return* yang bersifat *floating* karena harus disesuaikan dengan kinerja pendapatan yang dihasilkan.
2. Margin/ fee berdasarkan akad murabahah, salam, istishna dan ijarah. Akad murabahah, salam dan istishna ini termasuk akad jual beli atau *sales based* dan akad ijarah termasuk akad sewa atau *leased based*.

Struktur jenis ini akan memberikan *fixed return* atau pendapatan tetap dalam penerapan akadnya.

Di Indonesia penggunaan akad yang paling populer adalah ijarah dan mudharabah. Sukuk yang menggunakan akad ijarah disebut sukuk ijarah, begitupun jika menggunakan akad mudharabah.

1. Sukuk Ijarah

Sukuk Ijarah, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad ijarah. Mekanisme dalam sukuk ijarah yakni satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat atas suatu asset kepada pihak lain berdasarkan harga sewa dan periode sewa yang disepakati, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan asset itu sendiri.

Alasan para investor memilih sukuk ijarah yakni akadnya yang mudah dipahami dan memberikan imbalan tetap (*fixed income*) dengan risiko terendah (*zero risk*). Nilai sewa yang dapat ditentukan di awal investasi dengan nilai tetap sepanjang tenor sukuk menambah ketertarikan investor untuk memilih sukuk ijarah (Kemenkeu, 2015).

2. Sukuk Mudharabah

Sukuk mudharabah, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad mudharabah. Mekanisme dalam sukuk mudharabah yakni satu pihak menyediakan modal (*rab al-maal*) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (*mudharib*), keuntungan dari kerja sama tersebut akan dibagi berdasarkan persetujuan yang disepakati sebelumnya. Menurut Huda (2008), alasan para investor memilih sukuk mudharabah adalah investor yang ingin berinvestasi dalam jumlah besar dan jangka waktu yang relative panjang sangat sesuai dengan bentuk pendanaan sukuk mudharabah karena memungkinkan

untuk berpartisipasi tanpa harus terlibat secara langsung dalam manajemen perusahaan. Sukuk mudharabah juga memungkinkan untuk pencampuran jenis modal dan jasa sehingga jaminan atau asset yang spesifik kurang diperlukan.

2.1.2.5. Pihak-Pihak yang Terlibat dalam Penerbitan Sukuk

Menurut Direktorat Pembiayaan Syariah (2015), pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan sukuk yaitu:

1. *Obligor atau originator*, yaitu pihak yang bertanggung jawab atas pembayaran nominal dan imbalan sukuk yang diterbitkan;
2. *Special Purpose Vehicle (SPV)*, yaitu badan hukum yang didirikan khusus untuk menerbitkan sukuk;
3. Investor, yaitu pihak pemegang sukuk yang memiliki hak atas imbalan, marjin dan nilai nominal sukuk sesuai dengan partisipasi yang dilakukan;
4. *Sharia Advisor*, yaitu pihak yang diakui memiliki pengetahuan yang luas di bidang syariah atau institusi yang membidangi bagian fatwa;
5. *Trustee/ Wali Amanat*, yaitu pihak yang mewakili kepentingan pemegang sukuk.

2.1.2.6. Status Jaminan Sukuk

Menurut Rahayuningsih (2016) jaminan secara umum adalah suatu barang atau benda yang dijadikan tanggungan atas transaksi yang dilakukan. Tujuan adanya jaminan adalah jika terjadi kegagalan atau pelanggaran kontrak yang dilakukan oleh salah satu pihak, pihak yang lain akan mendapatkan pengganti atau jaminan. Werastuti (2015) menjelaskan lebih lanjut bahwa dalam

transaksi sukuk, investor lebih menyukai sukuk yang diberikan jaminan karena mereka merasa lebih aman jika investasi yang dilakukan memiliki jaminan.

Penerbitan sukuk yang mensyaratkan adanya *underlying asset*, mencerminkan bahwa dalam system ekonomi islam semua transaksi harus berkaitan dengan sektor riil. Kriteria asset yang dapat menjadi dasar penerbitan sukuk adalah tidak melanggar prinsip-prinsip syariah (*shariah compliance*), memiliki nilai ekonomis dan dapat berupa asset berwujud atau asset tak berwujud, nilai manfaat atas asset berwujud maupun proyek yang sedang dijalankan.

Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk menjelaskan bahwa emiten wajib mengungkapkan informasi tambahan seperti yang tertera pada pasal 8 yaitu informasi jaminan yang meliputi paling sedikit jenis, nilai, dan status kepemilikan (jika ada). Ketentuan tambahan yang tertera pada pasal 12 (3) huruf b bahwa aset yang menjadi dasar sukuk paling sedikit terdiri dari jenis atau bentuk aset, lokasi aset, status kepemilikan aset, status aset (sebagai jaminan atau tidak) dan implikasi hukum dan ekonomi yang menyertai (jika ada), serta nilai aset berdasarkan hasil penilaian dari penilai.

Penyertaan kewajiban dari ketentuan tambahan oleh Otoritas Jasa Keuangan tentang spesifikasi jaminan sukuk akan membuat seorang investor lebih merasa aman jika sewaktu-waktu risiko gagal bayar terjadi karena adanya *underlying asset* yang dijamin. Menurut Pranata (2014), mayoritas sukuk yang diterbitkan di Indonesia termasuk kategori *asset based sukuk*. *Asset based sukuk* yakni sukuk yang memenuhi syarat dalam penerbitannya yaitu memiliki objek atau *underlying asset* namun investor tidak memiliki jaminan dan hak apapun

atas objek sukuk tersebut. Keengganan emiten penerbit sukuk dalam menanggung dan mengeluarkan biaya hukum tambahan untuk menyempurnakan pengalihan kepemilikan asset secara hukum kepada wali amanat ataupun melepas kontrol atas aset menjadi salah satu tantangan atas keberadaan *underlying asset* yang terjamin (Dusuki, 2010). Dalam penerbitan *asset based sukuk* tidak dilakukan uji kelayakan dan kapabilitas secara rinci terkait objek asset yang menjadi dasar penerbitan sukuk, sehingga pada saat skenario gagal bayar terjadi, investor sebagai pemegang sukuk akan mengalami risiko asset. Risiko asset yakni pengambil alihan asset sebagai *underlying asset* dalam penerbitan sukuk tidak cukup membayar nilai investasi yang telah dikeluarkan atau dengan kata lain pemegang sukuk harus menanggung nilai investasi yang belum terbayar. Lebih lanjut Pranata (2014) mengemukakan bahwa keberadaan *asset backed sukuk* yaitu sukuk yang memiliki *underlying asset* atau objek sukuk yang terjamin akan melindungi investor dari kerugian yang akan terjadi. Indikator terjaminnya *underlying asset* yakni terdapat uji kelayakan dan kapabilitas terkait kemampuan asset yang mendasari sukuk untuk dapat membayar kewajiban jika suatu saat terjadi *default* yang dilakukan sebelum memasuki akad dan perjanjian sukuk. Asset tersebut akan menjadi satu-satunya solusi dari situasi gagal bayar yang dilakukan oleh emiten penerbit sukuk kepada investor. Bentuk dari jaminan yang diberikan perusahaan terhadap *underlying asset* yang menjadi dasar penerbitan sukuk berbagai macam bentuknya. Jaminan sukuk dapat diberikan oleh *insurer*, bank, fund, ataupun kewenangan pemerintah (Borhan dan Ahmad, 2018).

2.1.3. Peringkat sukuk (*Rating* sukuk)

Peringkat atau *rating* sukuk adalah pernyataan atas standarisasi efek sukuk yang dikeluarkan oleh badan pemeringkat independen. Pemeringkatan tersebut berkaitan dengan gambaran umum tentang kemampuan penerbit sukuk (emiten) untuk membayar pendapatan margin/fee atau bagi hasil secara tepat waktu serta membayar pokok (*principle*) sesuai dengan tanggal jatuh tempo yang telah ditentukan. Pemeringkatan sukuk diberikan oleh lembaga pemeringkat yang telah memiliki kredibilitas, independen dan memiliki dasar yang jelas dalam proses pemeringkatan yang dilakukan.

Di Indonesia, lembaga pemeringkat surat hutang yang independen adalah PT. Pefindo (Pemeringkat Efek Indonesia). PT. Pefindo telah diakui oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dalam Surat Edaran (SE)No. 37/SEOJK.03/2016 tentang Lembaga Pemeringkat dan Peringkat yang Diakui, yaitu PT. Pemeringkat Efek Indonesia (PT. Pefindo) yang telah bekerja sama dengan Bursa Efek Indonesia (IDX). PT. Pefindo bekerjasama dengan salah satu lembaga pemeringkatan di dunia yaitu Standard & Poor's.

Tujuan dari diberikannya peringkat sukuk bagi sebuah perusahaan adalah menjadi cerminan atas baik buruknya kinerja perusahaan. Sedangkan untuk para investor, peringkat sukuk dapat dijadikan standarisasi penilaian kemungkinan *default* suatu perusahaan. Selanjutnya Arfandhy (2019) juga menjelaskan lebih rinci terkait manfaat *rating* sukuk bagi seorang investor yakni:

1. Dapat menjadi sumber informasi risiko investasi. Risiko investasi sangat penting untuk diidentifikasi terlebih dahulu agar dapat memaksimalkan keuntungan.

2. Dapat menjadi rekomendasi investasi. Dengan adanya peringkat sukuk, investor dapat menjadikan hal tersebut menjadi dasar pengambilan keputusan investasi.
3. Dapat dijadikan perbandingan antar satu investasi sukuk dan yang lainnya.

2.1.3.1. Mekanisme Pemeringkatan PT Pefindo

PT. Pefindo memberikan persyaratan umum *rating* bagi suatu perusahaan yakni (Nurfauziah,2004):

1. Secara umum telah beroperasi selama lima tahun, meskipun tetap akan diberikan layanan jika perusahaan tersebut kurang dari lima tahun.
2. Laporan keuangan telah diaudit oleh seorang akuntan public dengan pemberian opini wajar tanpa pengecualian (*unqualified opinion*).
3. Laporan keuangan yang terakhir diaudit tidak melampaui 180 hari dari tanggal penutupan pelaporan keuangan. Jika melebihi batas maka harus melampirkan surat pernyataan direktur, komisaris, dan akuntan public bahwa laporan tersebut mencerminkan kondisi perusahaan sesungguhnya.
4. Memberikan informasi dasar dan data pendukung lainnya yang dibutuhkan untuk penentuan *rating*.
5. Mmembayar biaya atas proses pemeringkatan yang dilakukan.

PT. Pefindo melakukan proses pemeringkatan dengan memberikan dua jasa yaitu *Company Rating* dan *Debt Instrument Rating*. Proses pemeringkatan untuk *company rating* yakni dengan melakukan *risk assessment*. *Risk assessment* dilakukan dengan menyesuaikan dengan jenis institusi. PT Pefindo

memberikan informasi melalui website (www.pefindo.com) dengan mengelompokkan tiga bentuk institusi utama yaitu:

1. *Corporate Sectors (Non-Financial Institutions)*
2. *Financial Institutions (Banking, Multifiinance, Securities and Insurance)*
3. *Municipality*

Secara umum, tiga jenis risiko utama yang dipertimbangkan PT. Pefindo yakni (Pefindo,2019):

1. Risiko Industri (*Industry Risk*) mencakup pertumbuhan industry dan stabilitas (*industrial growth & stability*), struktur pendapatan dan struktur biaya (*revenue and cost structure*), tingkat persaingan dalam industry (*competition*), regulasi (*regulation*), dan profil keuangan (*financial profile*).
2. Risiko Bisnis (*Business Risk*) didasarkan pada *key factors* dari industry dimana industry tersebut diklasifikasikan.
3. Risiko Financial (*Finansial Risk*) mencakup kebijakan keuangan manajemen perusahaan (*financial policy*), profitabilitas (*profitability*), struktur modal (*capital structure*), perlindungan arus kas (*cash flow protection*), dan fleksibilitas keuangan (*financial flexibility*).

Untuk proses pemeringkatan *debt instrument*, PT Pefindo melihat kelayakan kredit *obligor* sehubungan dengan kewajiban keuangan tertentu, kelompok kewajiban keuangan tertentu, atau program keuangan tertentu. Hal tersebut mempertimbangkan kelayakan kredit penjamin, asuransi, atau bentuk peningkatan kredit lainnya pada kewajiban. Pendapat tersebut mengevaluasi kapasitas dan kesediaan *obligor* untuk memenuhi komitmen keuangannya seiring jatuh temponya.

PT. Pefindo dalam melakukan proses pemeringkatan sukuk tidak jauh berbeda dengan proses pemeringkatan obligasi (*debt instrument*) yakni dengan menggunakan pendekatan melihat aspek bisnis dan keuangan perusahaan. Secara detail pendekatan yang dilakukan akan beragam didasarkan kepada karakteristik bisnis/ industry yang dijalankan perusahaan atau *asset pool* dan juga dapat mempertimbangkan kapabilitas dan keinginan dari perusahaan induk untuk memberikan *extraordinary financial support* ketika dibutuhkan serta melihat kecukupan dan ketahanan perlindungan struktural dan dampak masalah hukum utama struktur sukuk (Pefindo,2019).

Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dalam Salinan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 51/POJK.04/2015 tentang Perilaku Perusahaan Pemeringkat Efek menyatakan bahwa, lembaga pemeringkat dalam hal ini PT. Pefindo memberikan peringkat sukuk atas analisis risiko yang dilakukan secara objektif, independen dan akuntabel. Kategori yang digunakan dalam menentukan *rating* yaitu:

- a. *Investment Grade*, yaitu kategori pemeringkatan sukuk yang menyatakan bahwa perusahaan ataupun negara dianggap telah memiliki kemampuan dalam memenuhi kewajibannya sebagai emiten.
- b. *Non-Investment Grade*, yaitu kategori pemeringkatan yang menyatakan bahwa perusahaan ataupun negara dianggap meragukan dalam memenuhi kewajibannya sebagai emiten.

Standar peringkat sukuk yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo adalah sebagai berikut:

Tabel 2.2
Standar Peringkat Sukuk Menurut Pefindo

Symbol Peringkat	Keterangan
idAAA _(sy)	Instrumen pembiayaan berbasis syariah dengan peringkat idAAA _(sy) mempunyai peringkat tertinggi yang

	diberikan oleh Pefindo. Kemampuan emiten dalam memenuhi komitmen keuangan jangka panjang atas kontrak pendanaan syariah relatif dibanding emiten Indonesia lainnya adalah pada tingkat superior .
idAA+(sy)	Instrumen pembiayaan berbasis syariah dengan peringkat idAA+(sy) merupakan modifikasi dari peringkat idAA(sy) yang menggambarkan kekuatan relative dari peringkat tersebut.
idAA(sy)	Instrumen pembiayaan berbasis syariah yang memiliki peringkat idAA(sy) tidak jauh berbeda dengan peringkat tertinggi. Kemampuan seorang emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang atas kontrak pendanaan syariah relatif dibanding emiten Indonesia lainnya adalah pada tingkat sangat kuat .
idAA-(sy)	Instrumen pembiayaan berbasis syariah dengan peringkat idAA-(sy) merupakan modifikasi dari peringkat idAA(sy) yang menggambarkan kekuatan relative dari peringkat tersebut.
idA+(sy)	Instrumen pembiayaan berbasis syariah dengan peringkat idA+(sy) merupakan modifikasi dari peringkat idA(sy) yang menggambarkan kekuatan relative dari peringkat tersebut.
idA(sy)	Instrumen pembiayaan berbasis syariah yang memiliki peringkat idA(sy) menunjukkan bahwa kemampuan emiten dalam memenuhi komitmen keuangan jangka panjang untuk kontrak pendanaan syariah relatif dibanding emiten Indonesia lainnya adalah pada tingkat kuat . Namun demikian, mungkin akan terpengaruh oleh perubahan kondisi ekonomi yang buruk dibandingkan instrumen dengan peringkat lebih tinggi.
idA-(sy)	Instrumen pembiayaan berbasis syariah dengan peringkat idA-(sy) merupakan modifikasi dari peringkat idA(sy) yang menggambarkan kekuatan relative dari peringkat tersebut.
idBBB+(sy)	Instrumen pembiayaan berbasis syariah dengan peringkat idBBB+(sy) merupakan modifikasi dari peringkat idBBB(sy) yang menggambarkan kekuatan relative dari peringkat tersebut.
idBBB(sy)	Instrumen pembiayaan berbasis syariah dengan peringkat idBBB(sy) menunjukkan parameter perlindungan yang memadai dari emiten. Namun, kondisi ekonomi yang memburuk akan mungkin memperlemah kemampuan emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang kontrak pendanaan syariah, relatif terhadap emiten Indonesia lainnya.
idBBB-(sy)	Instrumen pembiayaan berbasis syariah dengan peringkat idBBB-(sy) merupakan modifikasi dari peringkat

	$idBBB_{(sy)}$ yang menggambarkan kekuatan relative dari peringkat tersebut.
$idBB+_{(sy)}$	Instrumen pembiayaan berbasis syariah dengan peringkat $idBB+_{(sy)}$ merupakan modifikasi dari peringkat $idBB_{(sy)}$ yang menggambarkan kekuatan relative dari peringkat tersebut.
$idBB_{(sy)}$	Instrumen pembiayaan berbasis syariah yang mempunyai peringkat $idBB_{(sy)}$ menunjukkan tingkat perlindungan yang relatif lemah . Kemampuan untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang di bawah kontrak pembiayaan syariah, relatif di banding emiten Indonesia lainnya, akan sangat terpengaruh oleh keadaan yang merugikan akibat ketidakpastian bisnis, keuangan ataupun perekonomian.
$idBB-_{(sy)}$	Instrumen pembiayaan berbasis syariah dengan peringkat $idBB-_{(sy)}$ merupakan modifikasi dari peringkat $idBB_{(sy)}$ yang menggambarkan kekuatan relative dari peringkat tersebut..
$idB+_{(sy)}$	Instrumen pembiayaan berbasis syariah dengan peringkat $idB+_{(sy)}$ merupakan modifikasi dari peringkat $idB_{(sy)}$ yang menggambarkan kekuatan relative dari peringkat tersebut.
$idB_{(sy)}$	Instrumen pembiayaan berbasis syariah yang dinilai $idB_{(sy)}$ menunjukkan parameter perlindungan yang lemah . Kemampuan untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang menurut kontrak pembiayaan syariah, relatif terhadap emiten Indonesia lainnya, kemungkinan akan terganggu oleh kondisi bisnis, keuangan, ataupun ekonomi yang bersifat merugikan.
$idB-_{(sy)}$	Instrumen pembiayaan berbasis syariah dengan peringkat $idB-_{(sy)}$ merupakan modifikasi dari peringkat $idB_{(sy)}$ yang menggambarkan kekuatan relative dari peringkat tersebut.
$idCCC_{(sy)}$	Instrumen pembiayaan berbasis syariah yang dinilai $idCCC_{(sy)}$ rentan terhadap ketidakmampuan membayar, dan bergantung pada kondisi bisnis dan keuangan yang menguntungkan bagi emiten dalam memenuhi komitmen keuangan jangka panjangnya menurut kontrak pembiayaan syariah.
$idD_{(sy)}$	Instrumen pembiayaan berbasis syariah memberikan peringkat id D (sy) ketika pembayaran gagal bayar pada saat pertama terjadi ketidakmampuan pembayaran komitmen keuangan berdasarkan kontrak pembiayaan syariah.

Sumber: Pefindo (2020)

Peringkat dari $id AA_{(sy)}$ ke peringkat dari $id B_{(sy)}$ dapat dimodifikasi dengan penambahan tanda plus (+) atau minus (-) untuk ditampilkan kekuatan relative dalam kategori peringkat. Dalam menentukan *outlook* peringkat, pertimbangan diberikan untuk setiap perubahan dalam kondisi perekonomian dan/atau fundamental dari suatu bisnis. Makna dari tanda *positif* berarti bahwa peringkat dapat dinaikkan, *negative* berarti peringkat dapat diturunkan, *stabil* berarti peringkat kemungkinan kecil atau tidak mungkin untuk berubah, dan *development* berarti peringkat dapat dinaikkan, diturunkan, atau ditegaskan (Pefindo,2020).

PT Pefindo juga memiliki program *Credit-Watch*. *Credit-watch* adalah daftar yang diberikan PT. Pefindo untuk memberikan sinyal kepada pengguna informasi bahwa mereka dapat menurunkan peringkat kredit karena kondisi lingkungan bisnis yang menurun atau saat suatu peristiwa terjadi yang secara material dapat memberikan dampak positif, negatif atau developing pada kinerja peringkat kredit jangka panjang emiten. *Credit-watch* hanya akan berlaku untuk jangka waktu tiga bulan ditegaskan (Pefindo,2020).

PT. Pefindo dalam proses pemeringkatannya juga menekankan beberapa hal ketika melakukan publikasi *rating* yakni:

1. PT Pefindo tidak menjamin akurasi, kelengkapan, ketepatan waktu, atau ketersediaan isi laporan dari laporan publikasi yang diterbitkan.
2. PT Pefindo tidak bertanggungjawab untuk penggunaan atau kebermanfaatannya dari laporan publikasi yang dikeluarkan atau tidak bertanggung jawab atas peningkatan atau penurunan keputusan investasi yang akan dilakukan oleh pengguna informasi seperti investor.

3. PT Pefindo tidak bertanggungjawab kepada pihak manapun secara langsung, tidak langsung, insidental, bersifat kompensasi atau konsekuensi khusus yang terjadi sehubungan dengan materi dari laporan yang dipublikasikan.
4. PT Pefindo tidak berhak sebagai fidusia atau penasihat investasi.
5. PT Pefindo memisahkan kegiatan unit analitis dari unit usaha untuk menjaga independensi dan objektivitas dari proses dan produk kegiatan analitis.
6. PT Pefindo telah memiliki prosedur dan kebijakan khusus untuk menjaga kerahasiaan informasi non-publik yang diterima.

2.2. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu mengenai pengaruh struktur sukuk dan status jaminan terhadap peringkat sukuk yang telah dilakukan, yakni penelitian yang dilakukan oleh Puspita Sari (2020) yang berjudul Pengaruh Struktur Sukuk, Umur Sukuk, dan Status Jaminan Sukuk terhadap Peringkat Sukuk Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Daftar Efek Syariah Tahun 2016-2018. Objek dari penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar dalam Daftar Efek Syariah tahun 2016-2018. Dari penelitian ini dapat disimpulkan bahwa struktur sukuk dan status jaminan sukuk berpengaruh signifikan positif terhadap peringkat sukuk.

Purwaningsih (2013) juga telah melakukan penelitian yang berjudul Faktor Yang Mempengaruhi *Rating* Sukuk Yang Ditinjau Dari Faktor Akuntansi Dan Non-Akuntansi. Dalam penelitian ini salah satu faktor non-akuntansi yang digunakan adalah *secure* (jaminan) dengan objek penelitian adalah perusahaan yang menerbitkan sukuk dan terdaftar di PT. Pefindo. Hasil penelitian

menunjukkan bahwa *secure* berpengaruh signifikan negatif terhadap peringkat sukuk.

Penelitian terkait pengaruh struktur terhadap peringkat sukuk telah dilakukan oleh Muliana (2018) dengan judul penelitian adalah Pengaruh Struktur dan *Maturity* Terhadap Peringkat Sukuk Pada Perusahaan Penerbit Sukuk Yang Terdaftar Di Daftar Efek Syariah dengan objek penelitian adalah perusahaan yang terdaftar di Daftar Efek Syariah pada kurun waktu 2016-2018. Hasil penelitian yang dilakukan adalah struktur sukuk berpengaruh signifikan positif terhadap peringkat sukuk. Hal tersebut juga didukung oleh penelitian pada tahun 2015 oleh Mohamed Abulgasem .A. Elhaja, Nurul Aini Muhamedb dan Nathasa Mazna Ramlia pada sukuk yang diterbitkan di pasar modal Malaysia dengan judul penelitian *The Influence of Corporate Governance, Financial Ratios, and Sukuk Structure on Sukuk Rating*. Hasil penelitian yang didapatkan yakni sukuk ijarah berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk. Borhan dan Ahmad (2018) juga melakukan penelitian terkait faktor yang mempengaruhi sukuk korporasi pada pasar modal Malaysia. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa struktur dan sukuk yang dijamin berpengaruh signifikan positif terhadap peringkat sukuk.

Penelitian terkait pengaruh terhadap peringkat sukuk juga telah dilakukan oleh Den Ka'a (2020) dengan judul penelitian yakni Pengaruh Rasio Profitabilitas, Rasio Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan terhadap *Rating* Sukuk. Penelitian ini memiliki kesamaan dari variabel dependen yakni peringkat sukuk. Penelitian Rizaldi (2020) terkait Pengaruh Penerbitan Sukuk Terhadap Reaksi Pasar Saham (Event Study Pada Perusahaan– Perusahaan yang Menerbitkan Sukuk di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2019) memperkaya informasi dari penelitian yang dilakukan dengan melihat reaksi pasar saham dalam penerbitan

sukuk yang periodenya mencakup periode yang dilakukan dalam penelitian yakni tahun 2015-2019.

Adapun ikhtisar penelitian terdahulu dapat dilihat dalam tabel berikut:

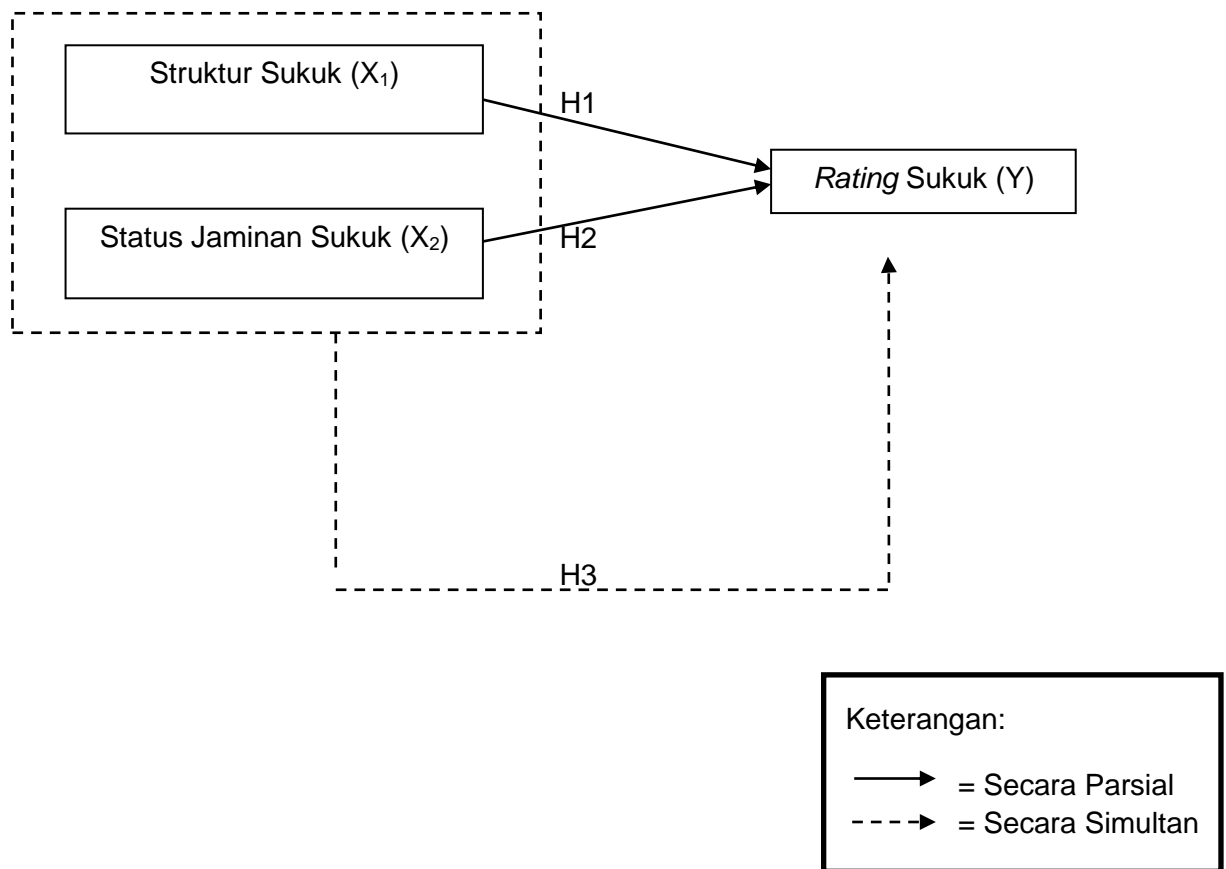
Tabel 2.3
Penelitian Terdahulu

No	Nama	Judul Penelitian	Metode	Hasil
1	Puspita Sari (2020)	Pengaruh Struktur Sukuk, Umur Sukuk, dan Status Jaminan Sukuk terhadap Peringkat Sukuk Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Daftar Efek Syariah Tahun 2016-2018	Analisis regresi ordinal logistic	Struktur sukuk dan status jaminan berpengaruh positif signifikan terhadap peringkat sukuk.
2	Purwaningsih (2013)	Faktor Yang Mempengaruhi <i>Rating</i> Sukuk Yang Ditinjau Dari Faktor Akuntansi Dan Non-Akuntansi	Analisis regresi berganda	Faktor akuntansi (<i>leverage</i> dan <i>liquidity</i>) dan Faktor non akuntansi (<i>secure</i> dan <i>maturity</i>) secara simultan (bersama-sama) mempengaruhi <i>rating</i> sukuk. Secara parsial, <i>secure</i> berpengaruh signifikan negative terhadap <i>rating</i> sukuk.
3	Muliana (2018)	Pengaruh Struktur dan Maturity Terhadap Peringkat Sukuk Pada Perusahaan Penerbit Sukuk Yang Terdaftar Di Daftar Efek Syariah	Analisis regresi ordinal logistic	Struktur sukuk berpengaruh signifikan positif terhadap <i>rating</i> sukuk.
4	Abulgasem et al. (2015)	<i>The Influence of Corporate Governance, Financial Ratios, and Sukuk Structure on Sukuk Rating</i>	<i>Ordered logit regression model</i>	Struktur sukuk ijarah berpengaruh secara positif terhadap peringkat sukuk (<i>rating</i> sukuk).
5	Borhan dan Ahmad (2018)	<i>Identifying the determinants of Malaysian corporate sukuk rating</i>	<i>Multinomial logistics regression model</i>	Struktur sukuk dan sukuk yang dijamin berpengaruh signifikan positif

				terhadap peringkat sukuk.
6	Den Ka'a (2020)	Pengaruh Rasio Profitabilitas, Rasio Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan terhadap <i>Rating</i> Sukuk	Analisis regresi linear berganda	Rasio Profitabilitas, Rasio Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan memiliki pengaruh terhadap peringkat sukuk (<i>rating sukuk</i>).
7	Rizaldi (2020)	Pengaruh Penerbitan Sukuk Terhadap Reaksi Pasar Saham (Event Study Pada Perusahaan –Perusahaan yang Menerbitkan Sukuk di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2019)	<i>Event Study</i>	Terdapat <i>abnormal return</i> yang signifikan disekitar tanggal penerbitan sukuk dan tidak terdapat perbedaan trading volume activity yang signifikan antara sebelum dan sesudah penerbitan sukuk.

2.3. Kerangka Pemikiran

Model kerangka pemikiran yang digunakan dalam penelitian ini agar dapat dengan mudah memahami hubungan antara variabel dependen dan variabel independen adalah sebagai berikut:



Gambar 2.4 Kerangka Pemikiran

Gambar kerangka pemikiran diatas menjelaskan bahwa struktur sukuk sebagai variabel independen 1 (X_1) akan mempengaruhi peringkat (*rating*) sukuk (H1) secara parsial. Untuk variable independen 2 (X_2) yang dalam hal ini adalah status jaminan sukuk akan mempengaruhi peringkat sukuk secara parsial sebagai variabel yang dipengaruhi (H2). Kemudian variabel struktur sukuk dan status jaminan sukuk secara bersama-sama (simultan) berpengaruh terhadap *rating* sukuk (H3).

2.4. Hipotesis Penelitian

2.4.1. Pengaruh Struktur Sukuk terhadap *Rating* Sukuk

Sukuk jika dibagi berdasarkan akad/kontraknya terbagi atas empat yaitu *leased based* (sukuk ijarah), *sales based* (sukuk murabahah, sukuk istishna' dan sukuk salam), *partnership based* (sukuk musyarakah, sukuk mudharabah, sukuk wakalah, sukuk muzaraah, sukuk musaqah, dan sukuk mugharabah) dan *agency based* (Sukuk Wakalah bi al-istishmar) (Dusuki, 2010). Namun, Di Indonesia struktur sukuk masih didominasi oleh dua jenis akad yakni ijarah dan mudharabah.

Setiap akad yang digunakan memiliki struktur yang berbeda-beda dan unik. Perbedaan dari model akad yang digunakan memberikan skema penawaran yang berbeda-beda. Dalam penelitiannya, Puspita Sari (2020) dan Muliana (2018) menyatakan bahwa struktur sukuk berpengaruh signifikan terhadap *rating* sukuk. Hal ini berarti struktur sukuk ijarah ataupun mudharabah dapat memberikan informasi yang dibutuhkan perusahaan dan investor untuk memprediksi peringkat sukuk yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkatan sukuk.

Dalam penelitian lain yang dilakukan oleh Borhan dan Ahmad (2018) yang juga meneliti terkait *rating* sukuk diperoleh hasil bahwa struktur sukuk juga berpengaruh signifikan positif terhadap *rating* sukuk. Lebih lanjut dijelaskan bahwa sukuk dengan akad ijarah memiliki minat yang lebih banyak dan peringkat yang lebih tinggi dibandingkan dengan sukuk dengan akad mudharabah. Hal tersebut terjadi karena menurut hasil penelitian Ilmiah (2017) tentang risiko *yield* sukuk ijarah dan sukuk mudharabah didapatkan bahwa sukuk ijarah dianggap memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan sukuk mudharabah. Struktur

sukuk ijarah memberikan keuntungan yang bersifat tetap karena pengembalian yang didapatkan bersifat *fixed* yang mengakibatkan risiko gagal bayar lebih rendah dibandingkan sukuk dengan akad mudharabah yang menjanjikan keuntungan dengan struktur bagi hasil yang bergantung pada keuntungan yang sifatnya tidak tetap (*floating*). Dalam penelitian Abulgasem *et al* (2015), sukuk ijarah juga memiliki pengaruh positif terhadap *rating* sukuk.

Hasil penelitian terdahulu mengindikasikan bahwa struktur sukuk mampu memberikan sinyal dalam bentuk informasi yang dibutuhkan perusahaan maupun investor guna memprediksi peringkat sukuk yang akan diperingkat oleh lembaga pemeringkat sukuk, sehingga investor dalam mengambil keputusan investasi akan melihat struktur sukuk ijarah ataupun mudharabah yang akan menjadi pertimbangan dalam pengambilan keputusan. Teori ini didukung oleh teori sinyal yang dikemukakan oleh Bringham dan Hosuton (2016:488) yang menyatakan bahwa sinyal atau informasi (*rating* sukuk) yang diberikan oleh pihak pemberi informasi (lembaga pemeringkat sukuk) akan mempengaruhi perilaku penerima informasi (perusahaan dan investor) dalam melihat prospek masa depan dari investasi yang dilakukan. Sinyal juga dapat diberikan oleh pihak perusahaan kepada investor yang dalam hal ini sinyal yang diberikan berupa pemilihan struktur sukuk yang digunakan dalam penerbitan sukuk. Berdasarkan teori dan penelitian di atas, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₁: Struktur Sukuk berpengaruh Positif terhadap *Rating* Sukuk.

2.4.2 Pengaruh Status Jaminan Sukuk terhadap *Rating* Sukuk

Sukuk mensyaratkan *underlying asset* dalam setiap penerbitannya (Direktorat Pembiayaan Syariah, 2015). Dalam penerbitan sukuk, Otoritas Jasa

Keuangan dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk dalam pasal 12 (3) huruf b mewajibkan pihak perusahaan untuk memberikan Informasi tentang *underlying asset* yang digunakan apakah dijamin atau tidak dijamin.

Menurut Puspita Sari (2020), Aulya (2019) dan Borhan dan Ahmad (2018), dalam penelitiannya bahwa status jaminan sukuk berpengaruh signifikan terhadap peringkat sukuk. Hal tersebut mengindikasikan bahwa status jaminan sukuk yang dijamin atau tidak dijamin dapat memberikan informasi yang dibutuhkan perusahaan dan investor untuk memprediksi peringkat sukuk yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkatan sukuk. Lebih lanjut dijelaskan bahwa, status jaminan sukuk yang dijamin memiliki peringkat yang lebih tinggi dibandingkan status jaminan sukuk yang tidak dijamin. Hal tersebut terjadi karena karena risiko yang akan diterima lebih kecil dibandingkan sukuk tanpa jaminan.

Hal ini mengindikasikan bahwa status jaminan sukuk mampu memberikan sinyal dalam bentuk informasi yang dibutuhkan perusahaan maupun investor guna memprediksi peringkat sukuk yang akan diperingkatkan oleh lembaga pemeringkat sukuk, sehingga jika investor ingin mengambil keputusan, sukuk yang memiliki status jaminan atau tidak akan menjadi pertimbangan dalam pengambilan keputusan. Teori ini didukung oleh teori sinyal yang dikemukakan oleh Bringham dan Hosuton (2016:488) yang menyatakan bahwa sinyal atau informasi (*rating* sukuk) yang diberikan oleh pihak pemberi informasi (lembaga pemeringkat sukuk) akan mempengaruhi perilaku penerima informasi (perusahaan dan investor) dalam melihat prospek masa depan dari investasi yang dilakukan. Sinyal juga dapat diberikan oleh pihak perusahaan kepada

investor yang dalam hal ini sinyal yang diberikan berupa status jaminan sukuk yang dijamin atau tidak dijamin dalam penerbitan sukuk. Berdasarkan teori dan penelitian di atas, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₂: Status Jaminan Sukuk berpengaruh Positif terhadap *Rating* Sukuk.

2.4.3 Pengaruh Struktur Sukuk dan Status Jaminan Sukuk terhadap *Rating* Sukuk

Assymmetric information adalah keadaan dimana informasi yang diterima oleh satu pihak lebih baik dibandingkan dengan pihak lain dan atau keadaan dimana salah satu pihak lebih memiliki kesempatan untuk menilai suatu situasi atau tindakan-tindakan yang terjadi atau yang akan terjadi. Oleh sebab itu pihak manajemen atau perusahaan perlu memberikan informasi yang diperlukan oleh pihak baik di luar ataupun di dalam perusahaan. Pemberian peringkat terhadap sukuk diharapkan dapat mengurangi adanya potensi *assymmetric information* yang akan terjadi. Hal tersebut didasarkan pada tujuan *rating* sukuk yang dikeluarkan oleh lembaga independen yang objektif yaitu bagi sebuah perusahaan adalah menjadi cerminan atas baik buruknya kinerja perusahaan. Sedangkan untuk para investor, peringkat sukuk dapat dijadikan standarisasi penilaian kemungkinan *default* suatu perusahaan (Melis, 2016).

Informasi berupa *rating* sukuk adalah sebuah sinyal bagi perusahaan dan investor. Berdasarkan teori sinyal yang dikemukakan oleh Bringham dan Hosuton (2016:488), sinyal atau informasi (*rating* sukuk) yang diberikan oleh pihak pemberi informasi (lembaga pemeringkat sukuk) akan mempengaruhi perilaku penerima informasi (perusahaan dan investor) dalam melihat prospek masa depan dari investasi yang dilakukan.

Bentuk sinyal yang dapat mempengaruhi *rating* sukuk adalah struktur sukuk yang diproksikan dengan jenis akad yang akan mempengaruhi bentuk pengembalian sukuk dimana sukuk ijarah menjanjikan *fee/margin* yang bersifat *fixed* dan sukuk mudharabah menjanjikan bagi hasil yang bersifat *floating* serta status jaminan sukuk yang diproksikan dengan informasi tambahan terkait *underlying asset* yang dijamin atau tidak dijamin.

Selanjutnya dalam penelitian ini akan diuji secara bersama-sama (simultan) variabel struktur sukuk dan status jaminan sukuk terhadap *rating* sukuk. Sehingga hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₃: Struktur Sukuk dan Status Jaminan Sukuk berpengaruh secara simultan terhadap *Rating* Sukuk