

# BAB I PENDAHULUAN

## 1.1 Latar Belakang Penelitian

Sukuk korporasi masih menjadi instrumen dengan pangsa pasar yang besar di dunia. Di Indonesia sendiri, sukuk korporasi menjadi salah satu industri keuangan syariah yang mengalami peningkatan pada tiap tahunnya. Pertumbuhan ini berlangsung sejak dikeluarkannya fatwa DSN-MUI Nomor: 32/DSN-MUI/IX/2002. Sukuk korporasi pertama kali diterbitkan pada saat itu oleh PT. Indosat dengan sukuk akad *mudharabah*. Sampai saat ini perusahaan-perusahaan lain turut menerbitkan sukuk korporasi di pasar modal (BPPN, 2018).

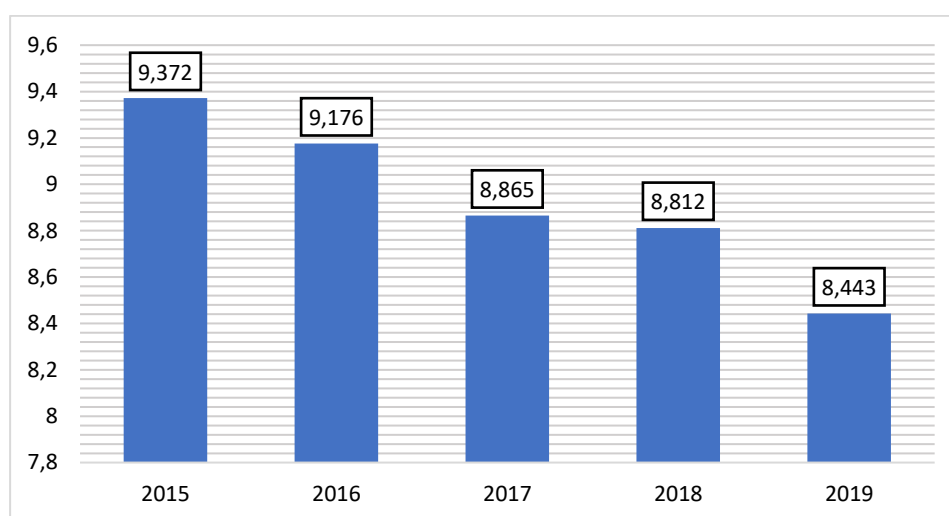
Sukuk korporasi di Indonesia juga menjadi instrumen pendukung, yang menjadikan Indonesia menempati peringkat teratas dalam hal kepemimpinan dan potensinya dalam perbankan dan keuangan Islam global pada tahun 2019, berdasarkan hasil skor pada Global Islamic Finance Report (GIFR). Hal ini menjadi suatu pencapaian mengingat Indonesia menempati urutan keenam setelah Qatar pada tahun 2018 (Bappenas, 2019).

Namun di sisi lain, daya jual beli sukuk di pasar sekunder di Indonesia masih rendah dibandingkan dengan obligasi konvensional. Hal ini didasarkan pada laporan Perkembangan Pasar Modal Syariah yang dirilis oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) tahun 2019 bahwa, dari total 748 surat berharga yang diterbitkan, sukuk korporasi hanya berkontribusi sebesar 16,04%. Angka ini masih jauh di bawah penerbitan obligasi konvensional yang mencapai 83,96% atau 628 obligasi (Jayani, 2019).

Selain itu, emiten atau penerbit sukuk masih tetap pada perusahaan lama dan tidak banyak menyebar ke perusahaan lain ataupun BUMN. Baru 22 sukuk korporasi yang diterbitkan per April 2019 dan berasal dari enam emiten. Secara total, sejak tahun 2013 hingga Mei 2019, nilai *outstanding* sukuk korporasi

mencapai Rp 24,28 triliun. Sedangkan, nilai *outstanding* sukuk negara saat ini telah mencapai Rp 686,88 triliun (Noor, 2019).

Adapun tiga landasan yang menjadi keputusan investor untuk berinvestasi yaitu kinerja *return* yang diharapkan, tingkat risiko dan bentuk hubungan antara *risk* dan *return*, sehingga kinerja sukuk harus sejalan dengan profil *risk* dan *return* pada sisi investor maupun penerbit sukuk (Safelia, 2012). Selain itu, investor cenderung menghindari risiko dan mendekat pada keuntungan yang maksimal (Ferranti & Yunita, 2015). Maka, keputusan seseorang dalam melakukan kegiatan investasi tidak jauh dari risiko dan imbal hasil yang akan diterimanya.



**Gambar 1.1**  
**Perkembangan Rata-Rata Imbal Hasil (*Yield*) Sukuk Korporasi di Indonesia Pada Tahun 2015-2019**

*Sumber: PT. Penilai Harga Efek Indonesia (2020) (data diolah)*

Berdasarkan data pada Gambar 1.1, bahwa imbal hasil sukuk korporasi di Indonesia pada tahun 2015 hingga tahun 2019 mengalami penurunan tiap tahunnya. Adapun penurunan imbal hasil sukuk yang terjadi pada tahun 2015 dan tahun 2016 sebesar 0,196, dimana pada tahun 2015 semula dari 9,372 menjadi 9,176 pada tahun 2016. Sedangkan pada tahun 2017 mengalami penurunan tajam sebesar 0,311 sehingga menjadi 8,865. Imbal hasil juga kembali turun sebesar 0,053 pada tahun 2018 menjadi 8,812. Lalu pada tahun 2019, imbal hasil sukuk korporasi mengalami keanjlokkan sebesar 0,369 menjadi 8,443 (PT. Penilai Harga Efek Indonesia, 2020).

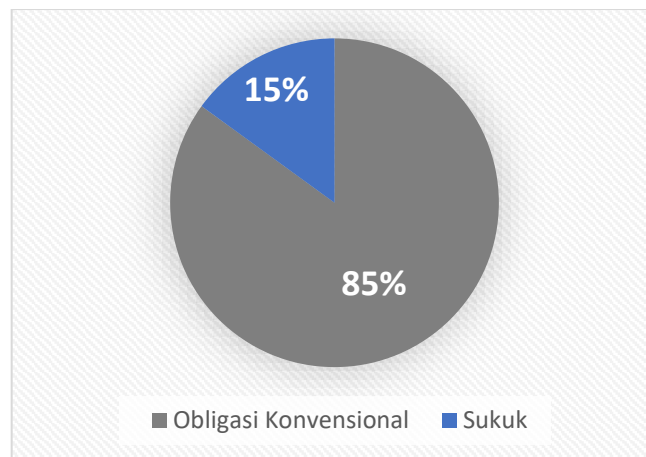
Fitri Sri Handayani, 2020

**RASIO KEUANGAN DAN PENGARUHNYA TERHADAP IMBAL HASIL SUKUK KORPORASI DENGAN RISIKO SUKUK SEBAGAI VARIABEL MEDIATOR**

*(Studi pada Sukuk Korporasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode Tahun 2017-2019)*

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

Data yang dipaparkan di atas mengindikasikan bahwa berinvestasi di sukuk korporasi belum optimal, padahal semenjak tahun 2002 perusahaan yang menerbitkan sukuk korporasi semakin bermunculan. Fakta tersebut menggambarkan bahwa pasar modal di Indonesia (BEI) dalam hal ini sukuk korporasi kurang diminati investor. Teori portofolio modern juga menjelaskan, dimana investor menyusun portofolio untuk memaksimalkan keuntungan yang diharapkan (*expected return*) pada basis level risiko pasar tertentu dengan tetap menyadari bahwa risiko merupakan hal yang tak terhindarkan ketika mencari keuntungan atau imbal hasil yang tinggi (Guinan, 2010).



**Gambar 1.2**  
**Persentase Obligasi Korporasi dengan *Yield* atau Imbal Hasil Terbesar di Indonesia pada Bulan Maret 2020**

*Sumber: Infovesta (2020) (data diolah)*

Mengacu pada Gambar 1.1, bahwa sukuk korporasi di Indonesia sendiri beberapa di antaranya masuk ke dalam obligasi dengan *yield* atau imbal hasil terbesar. Namun, hal ini masih kalah jumlah dengan mayoritas di antaranya didominasi oleh obligasi konvensional. Diambil dari data Infovesta Utama (2020), bahwa pada bulan Maret 2020 terdapat tiga sukuk korporasi atau sebesar 15% yang masuk kedalam 20 obligasi korporasi dengan *yield* terbesar, dengan sisa 17 obligasi atau sebesar 85% di antaranya adalah obligasi konvensional.

Fitri Sri Handayani, 2020

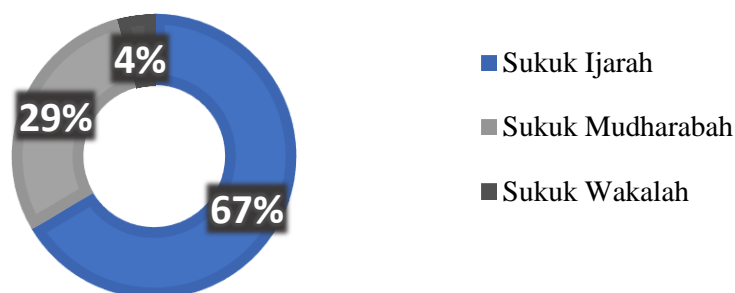
**RASIO KEUANGAN DAN PENGARUHNYA TERHADAP IMBAL HASIL SUKUK KORPORASI DENGAN RISIKO SUKUK SEBAGAI VARIABEL MEDIATOR**

*(Studi pada Sukuk Korporasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode Tahun 2017-2019)*

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

Perusahaan pencari modal dan investor perlu menganalisis investasi yang dipilihnya termasuk sukuk, karena sukuk sendiri tidak lepas dari risiko yang akan terjadi sewaktu-waktu. Namun, masyarakat atau investor seringkali hanya memperhatikan tingkat imbal hasil yang ditawarkan (*return*), tetapi lupa atau kurang memperhatikan tingkat risiko yang mungkin dihadapi jika memilih investasi dimaksud (Otoritas Jasa Keuangan, 2019). Maka dari itu, investor perlu mengenali profil risiko masing-masing sehingga nantinya akan dapat memilih instrumen investasi yang sesuai dengan kebutuhannya.

Kegunaan sukuk bagi perusahaan yaitu sebagai strategi pendanaan bagi kegiatan operasionalnya (Noviana & Solovida, 2018). Adapun dana yang dihimpun dari sukuk digunakan untuk pengembangan bisnis perusahaan selain dari dana internal perusahaan atau dari pinjaman bank. Sehingga, jika minat investor terhadap sukuk kurang akibat pertimbangan dari tingkat risiko dan imbal hasil sukuk yang kurang optimal, maka akan mengurangi penghimpunan dana bagi perusahaan itu sendiri dan perusahaan sulit melakukan perluasan atau ekspansi usahanya karena perlu mencari penghimpunan dana dari sektor lain atau dari usahanya sendiri (Bareksa, 2019).



**Gambar 1.3**  
**Persentase Sukuk Korporasi Aktif berdasarkan Akad**  
**di Indonesia pada Desember 2019**

*Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (2020) (data diolah)*

Pada statistik sukuk Desember tahun 2019 yang diterbitkan oleh Otoritas Jasa Keuangan memperlihatkan jumlah penerbitan sukuk *ijarah* dua kali lipat dari

jumlah sukuk *mudharabah*. Terdapat sekitar 42 sukuk *mudharabah* yang aktif, 95 sukuk *ijarah* aktif, dan sisanya 6 sukuk *wakalah* dari jumlah keseluruhan sukuk yang diterbitkan sebanyak 143 sukuk di bulan Desember 2019 (Otoritas Jasa Keuangan, 2020). Maka, menjadi pertanyaan mengapa sukuk *ijarah* lebih banyak diminati untuk diterbitkan dibandingkan dengan sukuk *mudharabah* dan sukuk *wakalah*.

Kemenkeu (2015) mengemukakan bahwa, sukuk banyak menggunakan akad *ijarah* dalam penerbitannya dikarenakan memberikan imbalan tetap (*fixed income*) dengan risiko terendah (*zero risk*). Selain itu, sukuk *ijarah* pada umumnya lebih diminati investor karena memberikan *fixed return*, sedangkan sukuk *mudharabah* memiliki kendala yaitu penyusunan pedoman perhitungan bagi hasil yang seharusnya dihitung terhadap laba usaha.

Berdasarkan ungkapan Kemenkeu (2015), perusahaan perlu memperhatikan kembali tingkat risiko dan imbal hasil yang diterimanya sebelum berinvestasi, termasuk sistematika akad yang dipakainya. Terlebih sukuk sendiri dapat terpapar risiko seperti halnya obligasi konvensional terutama karena masih mudanya umur sukuk di Indonesia (Almara & Muharam, 2015). Hal ini pula yang menjadi alasan adanya *gap* yang cukup besar antara jumlah penerbitan sukuk *ijarah* dan sukuk *mudharabah*, dilihat dari besaran risiko dan imbal hasil yang diterima pada setiap akad pasti akan berbeda.

Meski produk tersebut sesuai prinsip syariah, perlu diingat juga bahwa bukan berarti produk keuangan syariah bebas dari risiko. Sebagaimana produk investasi syariah lainnya, instrumen sukuk juga tidak terlepas kemungkinan akan memiliki berbagai risiko investasi (Bachtiar, Risza, & Naomi, 2018). Oleh karena itu, sebelum berinvestasi di sukuk sebaiknya investor sudah memahami apa saja berbagai risiko investasi di sukuk karena risiko sendiri datang secara tidak disangka-sangka, sebagaimana dalam firman Allah yang termaktub dalam Al-Qur'an Surat Luqman ayat 34, yang berbunyi:

إِنَّ اللَّهَ عِنْدَهُ عِلْمُ السَّاعَةِ وَيُنَزِّلُ الْغَيْثَ وَيَعْلَمُ مَا فِي الْأَرْحَامِ وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ مَّذَا تَكْسِبُ غَدًا وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ بِأَيِّ أَرْضٍ تَمُوتُ إِنَّ اللَّهَ عَلِيمٌ خَبِيرٌ

Artinya: “*Sesungguhnya Allah, hanya pada sisi-Nya sajalah pengetahuan tentang Hari Kiamat; dan Dialah Yang menurunkan hujan, dan mengetahui apa yang ada dalam rahim. Dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui (dengan pasti) apa yang akan diusahakannya besok. Dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui di bumi mana dia akan mati. Sesungguhnya Allah Maha Mengetahui lagi Maha Mengenal.*” (Q.S Luqman [31]: 34)

Faktor risiko merupakan hal penting dimana banyak perusahaan mengalokasikan dana dan waktu yang tidak sedikit untuk mengembangkan strategi pengelolaan risiko (Sitorus, 2015). Inilah yang menjadi alasan adanya *gap* yang cukup besar antara sukuk *ijarah* dan *mudharabah* yang mana perusahaan penerbit sukuk perlu memperhatikan risiko dan imbal hasil yang didapatkan sesuai akadnya.

Perusahaan pencari modal yaitu emiten sukuk itu sendiri perlu memperhatikan faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi imbal hasil sukuk dan risiko sukuk sebagai variabel mediator terhadap imbal hasil sukuk. Menurut *signalling theory*, bahwa laporan keuangan dapat memberikan sinyal dari perusahaan kepada investor (Sulistyanto, 2013). Sehingga, kondisi keuangan perusahaan penerbit sukuk yang dicerminkan oleh rasio keuangan akan memberikan sinyal pada investor bagaimana kualitas imbal hasil atau risiko dari sukuk yang diterbitkan. Dalam hal ini, apabila sinyal dari kondisi keuangan perusahaan penerbit sukuk kurang baik, maka sinyal tersebut dapat ditangkap oleh investor bahwa, tingkat pengembalian dari sukuk tersebut kurang optimal dan risiko yang didapat akan sulit dihindarkan.

Adapun beberapa penelitian yang menjelaskan pengaruh faktor kondisi keuangan terhadap imbal hasil. Menurut Sari dan Rahyuda (2019), Ejsing dkk. (2012) dan Chen dkk. (2011), bahwa likuiditas mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap imbal hasil obligasi. Hal ini dikarenakan obligasi yang sering diperdagangkan oleh investor dan banyak beredar di pasar obligasi adalah obligasi yang memiliki likuiditas yang tinggi. Semakin tinggi likuiditas menyebabkan harga obligasi tersebut cenderung meningkat, hal ini menyebabkan risiko dan *yield*

Fitri Sri Handayani, 2020

**RASIO KEUANGAN DAN PENGARUHNYA TERHADAP IMBAL HASIL SUKUK KORPORASI DENGAN RISIKO SUKUK SEBAGAI VARIABEL MEDIATOR**

*(Studi pada Sukuk Korporasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode Tahun 2017-2019)*

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

menurun. Namun, hasil penelitian Susanti dan Permana (2017) menunjukkan adanya pengaruh positif antara likuiditas dan imbal hasil.

Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Hamida (2017), Noviana dan Solovida (2018), dan Putri (2013) menyatakan tidak ada pengaruh signifikan likuiditas terhadap imbal hasil. Tidak adanya pengaruh yang signifikan dari likuiditas terhadap imbal hasil sukuk menjelaskan bahwa tingkat imbal hasil sukuk tidak didasarkan pada kondisi keuangan perusahaan global yang tiap tahunnya semakin melemah membawa dampak negatif pada pasar modal Indonesia.

Pada penelitian Hamida (2017), Noviana dan Solovida (2018), dan Putri (2013) menjelaskan bahwa *leverage* mempunyai pengaruh negatif terhadap imbal hasil. Hal ini dikarenakan semakin tinggi tingkat *leverage* perusahaan, menunjukkan rendahnya kemampuan modal untuk menutupi hutang perusahaan yang akan meningkatkan risiko gagal bayar perusahaan. Sedangkan pada penelitian Lu dkk. (2010) dan Che-Yahya dkk. (2016) menunjukkan hubungan positif antara *leverage* dan imbal hasil. Disisi lain, penelitian yang dilakukan oleh Nariman (2016), Hendaryadi dkk. (2018), dan Aisah dan Haryanto (2012) menyatakan tidak adanya pengaruh *leverage* terhadap imbal hasil.

Analisis likuiditas terhadap risiko sukuk dan obligasi juga telah banyak diteliti. Berdasarkan penelitian He dan Xiong (2012), Nashikkar dkk. (2011), dan Andayani (2010) menyatakan bahwa likuiditas mempunyai pengaruh terhadap risiko. Likuiditas emiten mencerminkan kemampuan emiten dalam melunasi hutang-hutang yang segera jatuh tempo, sehingga semakin likuid suatu emiten maka semakin kecil kemungkinan bagi emiten tersebut untuk mengalami kebangkrutan atau dilikuidasi. Namun, pada penelitian Braouezec dan Lehalle (2010), dan Ferranti dan Yunita (2015) menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh likuiditas terhadap risiko.

Penelitian lain yang dilakukan oleh Wang dkk. (2013), Andayani (2010), dan Asness dkk. (2018) menunjukkan adanya pengaruh *leverage* terhadap risiko. *Financial leverage* merupakan rasio yang mencerminkan faktor risiko yang dihadapi oleh investor. *Leverage* sendiri menunjukkan seberapa besar persentase

Fitri Sri Handayani, 2020

**RASIO KEUANGAN DAN PENGARUHNYA TERHADAP IMBAL HASIL SUKUK KORPORASI DENGAN RISIKO SUKUK SEBAGAI VARIABEL MEDIATOR**

**(Studi pada Sukuk Korporasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode Tahun 2017-2019)**

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

penggunaan utang yang digunakan oleh perusahaan dalam membiayai investasi terhadap modal yang ada. Akan tetapi, pada penelitian Braouezec dan Lehalle (2010) Hamida dkk. (2014) dan Kamarudin dkk. (2014) tidak menunjukkan adanya pengaruh *leverage* terhadap risiko.

Terakhir, penelitian risiko terhadap imbal hasil yang dilakukan Bachtiar dkk. (2018), Amrullah dkk. (2018) dan Ejsing dkk. (2012) menunjukkan adanya pengaruh positif risiko terhadap imbal hasil obligasi. Dalam hal ini, risiko dapat memediasi dampak kondisi keuangan terhadap imbal hasil dikarenakan risiko sendiri dapat menunjukkan seberapa besar imbal hasil dari suatu obligasi atau sukuk itu didapatkan. Sedangkan menurut oleh Noviana dan Solovida (2018), Almara dan Muharram (2015), dan Yesuf (2016) terdapat hubungan negatif antara risiko dan imbal hasil. Namun, pada penelitian yang dilakukan oleh Widajati (2010), Kumar (2019), Shalhoob (2018) menunjukkan tidak adanya pengaruh risiko terhadap imbal hasil.

Berdasarkan pemaparan di atas, penulis tertarik untuk melakukan penelitian faktor keuangan yaitu likuiditas perusahaan dan *leverage* perusahaan terhadap imbal hasil dengan risiko sukuk sebagai variabel mediator. Adapun kebaharuan dalam penelitian ini yaitu tidak hanya meneliti imbal hasil sukuk, namun juga risiko dari sukuk itu sendiri. Sedangkan jenis akad sukuk yang dipakai adalah sukuk *ijarah* dan *mudharabah* dari perusahaan penerbit sukuk secara umum. Oleh karena itu, penulis mengajukan penelitian dengan judul **”Rasio Keuangan dan Pengaruhnya Terhadap Imbal Hasil Sukuk Korporasi dengan Risiko Sukuk sebagai Variabel Mediator (Studi pada Sukuk Korporasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode Tahun 2017-2019)”**.

## 1.2 Pertanyaan Penelitian

Berdasarkan latar belakang penelitian di atas, maka dapat ditemukan beberapa pertanyaan penelitian sebagai berikut:

Fitri Sri Handayani, 2020

**RASIO KEUANGAN DAN PENGARUHNYA TERHADAP IMBAL HASIL SUKUK KORPORASI DENGAN RISIKO SUKUK SEBAGAI VARIABEL MEDIATOR**

**(Studi pada Sukuk Korporasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode Tahun 2017-2019)**

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu



1. Sejauh mana tingkat kecenderungan imbal hasil sukuk dan risiko sukuk, serta kondisi likuiditas perusahaan dan *leverage* perusahaan pada emiten penerbit sukuk korporasi di Indonesia?
2. Bagaimana pengaruh likuiditas perusahaan terhadap imbal hasil sukuk korporasi?
3. Bagaimana pengaruh *leverage* perusahaan terhadap imbal hasil sukuk korporasi?
4. Bagaimana pengaruh risiko sukuk terhadap imbal hasil sukuk korporasi?
5. Bagaimana pengaruh likuiditas perusahaan terhadap risiko sukuk korporasi?
6. Bagaimana pengaruh *leverage* perusahaan terhadap risiko sukuk korporasi?
7. Apakah risiko sukuk memediasi likuiditas perusahaan terhadap imbal hasil sukuk korporasi?
8. Apakah risiko sukuk memediasi *leverage* perusahaan terhadap imbal hasil sukuk korporasi?

### 1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah penelitian di atas, maka dapat menjawab tujuan penulisan dari penelitian ini yaitu:

1. Untuk mengetahui tingkat kecenderungan imbal hasil sukuk dan risiko sukuk, serta kondisi likuiditas perusahaan dan *leverage* perusahaan pada emiten penerbit sukuk korporasi di Indonesia.
2. Mengetahui pengaruh likuiditas perusahaan terhadap imbal hasil sukuk korporasi.
3. Mengetahui pengaruh *leverage* perusahaan terhadap imbal hasil sukuk korporasi.
4. Mengetahui pengaruh risiko sukuk terhadap imbal hasil sukuk korporasi
5. Mengetahui pengaruh likuiditas perusahaan terhadap risiko sukuk korporasi.
6. Mengetahui pengaruh *leverage* perusahaan terhadap risiko sukuk korporasi.

Fitri Sri Handayani, 2020

**RASIO KEUANGAN DAN PENGARUHNYA TERHADAP IMBAL HASIL SUKUK KORPORASI DENGAN RISIKO SUKUK SEBAGAI VARIABEL MEDIATOR**

*(Studi pada Sukuk Korporasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode Tahun 2017-2019)*

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

7. Mengetahui apakah risiko sukuk memediasi likuiditas perusahaan terhadap imbal hasil sukuk korporasi.
8. Mengetahui apakah risiko sukuk memediasi *leverage* perusahaan terhadap imbal hasil sukuk korporasi.

#### **1.4 Manfaat Penelitian**

Adapun manfaat teoritis dan praktis pada penelitian ini yang diharapkan penulis adalah sebagai berikut:

##### **1. Manfaat Teoritis**

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan wawasan dan kontribusi dalam pengembangan penelitian mengenai imbal hasil dan risiko sukuk korporasi, serta faktor-faktor yang mempengaruhinya khususnya pada sukuk yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

##### **2. Manfaat Praktis**

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi acuan bagi investor, emiten, maupun manajer investasi sebagai pertimbangan pengambilan keputusan dan penentuan strategi imbal hasil dan risiko sukuk korporasi dengan memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhinya, terutama rasio keuangan dan risiko yang dihadapi penerbit sukuk yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).