

ANALISIS DETERMINAN PERINGKAT SUKUK DAN PERINGKAT OBLIGASI DI INDONESIA

Neneng Sudaryanti

Alumni Program Studi Bisnis Manajemen Islam STEI TAZKIA

Akhmad Affandi Mahfudz

Kandidat Ph.D KUIN Malaysia

Ries Wulandari

Dosen Program Studi Ilmu Ekonomi Islam STEI TAZKIA

Abstract

This study attempts to analyze the determinants of sukuk and bond rating in Indonesia. The purpose of this study is to determine factors influencing sukuk and bond rating using separate test. The study uses financial and non financial ratios such as company growth, firm size, profitability, liquidity, leverage ratio, and sukuk and bond maturity. This study examines corporate sukuk and bond that listed from 2004-2006 (9 sukuk and 15 bonds) at Indonesian Stock Exchange for the period of 2007-2009. This research employs ordinal logistic regression. The result of the study reveals that only firm size variable determines sukuk rating while others are not (growth, profitability, liquidity, leverage ratio and maturity). Firm size, profitability, and maturity influences the bond rating above 5 years while growth, liquidity, and leverage ratio are not significantly influence the bond rating.

JEL Classification: E44, G11

Key words: sukuk rating, bond rating, ordinal logistic regression

1. Pendahuluan

Latar Belakang

Pasar modal merupakan salah satu bentuk aktivitas muamalah di sisi syariah, selama segala jenis transaksi yang terkait di dalamnya tidak bertentangan dengan segala ketentuan yang ditetapkan oleh syariat Islam. Instrumen pasar modal dapat bersifat jangka pendek dan jangka panjang, di antaranya yang banyak digunakan adalah saham dan obligasi. Saham termasuk instrumen investasi pasar modal dalam jangka pendek sedangkan instrumen pasar modal yang umum dipakai untuk menunjang bisnis korporasi sebagai sumber pendanaan perusahaan adalah obligasi yang bersifat jangka panjang dan berjumlah lebih besar sehingga tepat dijadikan sumber pendanaan untuk ekspansi perusahaan.

Dewan Syariah Nasional (DSN) Majelis Ulama Indonesia (MUI) pada tahun 2002 mengeluarkan Fatwa No.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah yang kemudian dikenal dengan istilah sukuk. Sejak itu sukuk mulai tumbuh dan berkembang berdampingan dengan obligasi meskipun dalam perbedaan jumlah yang sangat jauh. Dilihat dari sisi tujuan, fungsi utama sukuk sama halnya dengan obligasi. Sukuk akhirnya memiliki peran penting sebagai salah satu sumber pendanaan perusahaan dan menjadi solusi untuk berinvestasi secara syariah mengingat belum ada instrumen jangka panjang syariah pada masa itu.

PT. Indosat Tbk memulai dengan penerbitan Obligasi Mudharabah pada tahun 2002 yang direspon baik oleh semua pihak. Penerbitan obligasi mulai diikuti oleh perusahaan-perusahaan lain yang tiap tahunnya mengalami peningkatan meskipun masih dalam jumlah yang kecil. Secara kumulatif sampai dengan Desember 2009, sukuk telah meningkat sebesar 42,28% atau sebanyak 43 sukuk dibandingkan pada akhir tahun 2008 sebanyak 29 sukuk. Total emiten penerbit sukuk dan obligasi dari tahun 2002 – 2009 dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 1.1. Total Emiten Penerbit Sukuk dan Obligasi

Tahun	Bond dan Sukuk	Sukuk	Tahun	Bond dan Sukuk	Sukuk
2002	200	1	2006	333	17
2003	257	6	2007	378	21
2004	296	13	2008	412	29
2005	318	16	2009	440	43

Sumber : Laporan Tahunan BAPEPAM tahun 2009

Dari tabel dapat dilihat bahwa jumlah emiten penerbit sukuk maupun obligasi mengalami peningkatan setiap tahunnya. Hal ini memberikan gambaran umum bahwa dalam praktiknya sukuk dan obligasi dibutuhkan dan dipilih sebagai sumber pendanaan jangka panjang.

Salah satu faktor yang mendukung perkembangan sukuk dan obligasi ini adalah adanya *rating* atau peringkat. Peringkat sukuk dan peringkat obligasi sangat penting untuk diketahui bagi emiten perusahaan dan investor sebagai alat ukur probabilitas kegagalan hutang dan risiko dari perusahaan yang menjadi emiten. Dapat disimpulkan bahwa untuk mengukur tingkat *Risk and Return* atas investasi dalam sebuah perusahaan digunakan peringkat sukuk dan peringkat obligasi. Semakin baik peringkat yang dimiliki sukuk dan obligasi perusahaan, semakin rendah tingkat risiko gagal sukuk dan obligasi tersebut. Sehingga hal tersebut secara tidak langsung akan menjadi syarat untuk berinvestasi dalam instrumen pasar modal jangka panjang ini.

Di Indonesia terdapat dua lembaga pemeringkat utang yang juga memberikan peringkat atas sukuk dan obligasi, yakni PT. PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) dan PT. Kasnic Credit Rating Indonesia (Moody's). Perusahaan pemeringkat ini tentu mempunyai metode untuk penilaian peringkat sukuk dan obligasi tersebut. Metode

penilaian dapat dilihat dari unsur laporan keuangan masing-masing perusahaan yang menjadi emiten sehingga peringkat sukuk dan obligasi ini mencerminkan baik buruknya kinerja perusahaan.

Tujuan

Tujuan penelitian ini yaitu;

1. Mengetahui determinan peringkat sukuk dan berapa besar tingkat signifikansinya.
2. Mengetahui determinan peringkat obligasi dan berapa besar tingkat signifikansinya.
3. Mengkaji tingkat signifikansi antara determinan peringkat sukuk dengan peringkat obligasi.

Metodologi

Beberapa unsur pada laporan keuangan dijadikan sebagai variabel independen atau variabel bebas dalam penelitian analisis faktor-faktor yang mempengaruhi prediksi peringkat sukuk dan obligasi telah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya seperti Andry (2005), Almilia dan Devi (2007), Arundina dan Omar (2010), Rozi dan Sofie (2010), dan Widiastuti (2010). Namun demikian setiap peneliti menggunakan metode analisa data yang beragam. Variabel independen dapat diperoleh dari faktor akuntansi dan non akuntansi maupun rasio keuangan dan non rasio keuangan sehingga hasil dari setiap analisis tentu berbeda.

2. Landasan Teori

Konsep Obligasi

Menurut Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) bekerja sama dengan Japan International Cooperation Agency (2003) dalam Panduan-Panduan Investasi di Pasar Modal Indonesia, obligasi adalah sertifikat yang berisi kontrak antara investor dan perusahaan, yang menyatakan bahwa investor tersebut/pemegang obligasi telah meminjamkan sejumlah uang kepada perusahaan. Perusahaan yang menerbitkan obligasi mempunyai kewajiban untuk membayar bunga secara regular sesuai dengan jangka waktu yang telah ditetapkan serta pokok pinjaman pada saat jatuh tempo.

Karakteristik obligasi yang tercantum pada sebuah obligasi hampir mirip dengan karakteristik pinjaman utang pada umumnya (Rahardjo, 2004) meliputi:

1. Nilai Penerbitan Obligasi (jumlah pinjaman dana)

Dalam penerbitan obligasi maka pihak emiten akan dengan jelas menyatakan beberapa jumlah dana yang dibutuhkan melalui penjualan obligasi. Istilah yang ada yaitu dikenal dengan “jumlah emisi obligasi”.

2. Jangka Waktu Obligasi

Setiap obligasi mempunyai jangka waktu jatuh tempo (*maturity*). Masa jatuh tempo obligasi kebanyakan berjangka waktu 5 tahun. Untuk obligasi pemerintah bisa berjangka waktu lebih dari 5 tahun sampai 10 tahun

3. Tingkat Suku Bunga

Untuk menarik investor membeli obligasi tersebut maka diberikan insentif berbentuk tingkat suku bunga yang menarik misalnya 17% - 18% per tahunnya..

4. Jadwal Pembayaran Suku Bunga

Kewajiban pembayaran kupon (tingkat suku bunga obligasi) dilakukan secara periodik sesuai kesepakatan sebelumnya, bisa dilakukan triwulanan atau semesteran. Ketepatan waktu pembayaran kupon merupakan aspek penting dalam menjaga reputasi penerbit obligasi.

5. Jaminan

Obligasi yang memberikan jaminan berbentuk aset perusahaan akan lebih mempunyai daya tarik bagi calon pembeli obligasi tersebut

Berdasarkan pemeringkat, maka obligasi dapat diklasifikasikan atas:

1. **Investment-grade bond**

Obligasi ini telah diperingkat dan termasuk dalam peringkat yang layak untuk investasi. Obligasi yang termasuk *investment grade* adalah peringkat AAA, AA, dan A menurut Standard & Poor's atau peringkat Aaa, Aa, dan A menurut Moody's atas urutan 4 teratas pada Fitch dan D&P.

2. **Non-investment grade bond atau Junk bond**

Merupakan obligasi yang diterbitkan dengan rating di bawah 4 (empat) kategori utama seperti yang bisa dilihat pada tabel tingkat *rating* dari 4 (empat) perusahaan *rating* terkemuka didunia)

Konsep Sukuk

Definisi Sukuk

Definisi sukuk menurut Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No. KEP-130/BL/2006 Tanggal 23 Nopember 2006 tentang penerbitan efek syariah, sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan memiliki bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas: (1) kepemilikan aset berwujud tertentu, (2) nilai manfaat dan jasa atas proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu, atau (3) kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

Landasan Syariah tentang Sukuk

Berdasarkan hasil keputusan Dewan Syariah Nasional dan Majelis Ulama Indonesia terdapat beberapa landasan syariah tentang obligasi syariah beserta penjelasannya yang terdapat dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah.

Karakteristik Sukuk

Ada beberapa prosedur yang harus dilaksanakan dalam proses penerbitan sukuk yang tidak jauh berbeda dengan prosedur penerbitan obligasi secara umum. Karakteristik obligasi syariah menurut Rahardjo (2004) adalah:

1. Obligasi syariah menekankan pendapatan investasi bukan berdasarkan kepada tingkat bunga (kupon) yang telah ditentukan sebelumnya. Tingkat pendapatan dalam obligasi syariah berdasarkan kepada tingkat rasio bagi hasil (nisbah) yang besarnya telah disepakati oleh pihak emiten dan investor.
2. Dalam sistem pengawasannya selain diawasi oleh pihak Wali amanat maka mekanisme obligasi syariah juga diawasi oleh Dewan Pengawas Syariah (di bawah Majelis Ulama Indonesia) sejak dari penerbitan obligasi sampai akhir dari masa penerbitan obligasi tersebut. Dengan adanya sistem ini maka prinsip kehati-hatian dan perlindungan kepada investor obligasi syariah diharapkan bisa lebih terjamin.
3. Jenis industri yang dikelola oleh emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit obligasi harus terhindar dari unsur nonhalal

Jenis-jenis Sukuk

Accounting and Auditing Organization of Islamic Financial Institutions (AAOIFI) atau Organisasi Akuntan dan Auditing Institusi Keuangan Islam mengakui beberapa tipe sukuk yang berbeda berikut ini (Iqbal dan Mirakhor, 2008):

1. Sertifikat kepemilikan asset yang disewakan (*ijarah sukuk*);
2. Sertifikat kepemilikan hak guna: (i) asset yang ada, (ii) asset masa depan yang telah dideskripsikan, (iii) layanan pihak tertentu, dan (iv) layanan di masa depan yang telah dideskripsikan.
3. Sertifikat *salam*;
4. Sertifikat *istisna*;
5. Sertifikat *murabahah*;
6. Sertifikat *musharakah*;
7. Sertifikat *mudarabah*;
8. Sertifikat *muzaraah* (bagi hasil panen);
9. Sertifikat *musaqah* (irigasi); dan
10. Sertifikat *mugharasa* (pertanian).

Adapun jenis-jenis sukuk menurut Prof. Dr. H. Abdul Manan, S.H., S.IP., M.Hum (2009), yaitu:

a. Sukuk Mudharabah

Sukuk atau sertifikat *mudharabah* dapat menjadi instrumen dalam meningkatkan partisipasi publik pada kegiatan investasi dalam suatu perekonomian.

b. Sukuk Ijarah

Sukuk ijarah adalah sekuritas yang mewakili kepemilikan asset yang keberadaannya jelas dan diketahui, yang melekat pada suatu kontrak sewa beli (*lease*), sewa dimana pembayaran *return* pada pemegang sukuk.

c. Sukuk Istisna

Istisna adalah perjanjian kontrak untuk barang-barang industri yang memperbolehkan pembayaran tunai dan pengiriman di masa depan atau pembayaran dan pengiriman di masa depan dari barang-barang yang dibuat berdasarkan kontrak tertentu.

d. Sekuritas/Sukuk Salam

Salam adalah kontrak dengan pembayaran harga di muka, yang dibuat untuk barang-barang yang dikirim kemudian. Tidak diperbolehkan menjual komoditas yang diurus sebelum menerimanya.

e. Sekuritas/Sukuk Portofolio Gabungan

Bank dapat membuat sekuritas gabungan dari kontrak *musyarakah*, *ijarah*, dan beberapa *murabahah*, *salam*, *istisna'* dan *ju'alah* (*kontrak untuk melaksanakan tugas tertentu dengan menetapkan pembayaran pada periode tertentu*). *Return*/risiko pada sekuritas tersebut akan bergantung pada gabungan kontrak yang dipilih.

Dari beberapa jenis sukuk yang dijelaskan di atas, di Indonesia baru hanya menggunakan dua tipe atau jenis sukuk saja. Yaitu sukuk mudharabah dan sukuk ijarah yang sesuai dengan keputusan Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia dalam Fatwa No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah dan Fatwa No. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah.

Syarat Penerbitan Sukuk

Dari banyaknya jumlah perusahaan yang bisa menjadi emiten, tidak semua emiten dapat menerbitkan sukuk. Ada beberapa syarat yang harus dipenuhi emiten agar dapat menerbitkan sukuk. Beberapa syarat penerbitan sukuk tersebut adalah: (Burhanuddin, 2009:59-60).

- a. Aktivitas utama (*core business*) yang halal, tidak bertentangan dengan substansi Fatwa No: 20/DSN-MUI/IV/2001. Fatwa tersebut menjelaskan berbagai jenis kegiatan usaha yang dilarang karena bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah misalnya: (1) usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang; (2) usaha lembaga keuangan konvensional (*ribawi*), termasuk perbankan dan asuransi konvensional; (3) usaha yang memproduksi makanan dan minuman haram; (4) usaha yang memproduksi, mendistribusi, dan

atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat *mudharat*.

- b. Peringkat *investment grade*: (1) memiliki fundamental usaha yang kuat; (2) keuangan yang kuat; (3) memiliki reputasi yang baik dalam masyarakat.
- c. Keuntungan tambahan jika termasuk dalam komponen *Jakarta Islamic Index*/JII

Pihak-pihak yang Terlibat dalam Penerbitan Sukuk

Beberapa pihak yang saling terkait pasti akan terlibat dalam penerbitan sukuk, pihak-pihak tersebut antara lain: (Sunarsih: 2008)

1. **Obligor.** *Obligor* adalah pihak yang bertanggung jawab atas pembayaran imbalan dan nilai nominal sukuk yang diterbitkan sampai dengan sukuk/obligasi syariah jatuh tempo. Dalam hal *sovereign sukuk*, *obligor*-nya adalah pemerintah
2. **Investor.** *Investor* adalah pemegang sukuk yang memiliki hak atas imbalan, marjin, dan nilai nominal sukuk sesuai partisipasi masing-masing. *Investor* yang dimaksud disini bisa *islamic investor* ataupun *investor* konvensional.
3. **Special Purpose Vehicle (SPV).** *Special Purpose Vehicle* (SPV) adalah badan hukum yang didirikan khusus untuk penerbitan sukuk. *Special Purpose Vehicle* (SPV) berfungsi: (i) sebagai penerbit sukuk, (ii) menjadi *counterpart* pemerintah atau *corporate* dalam transaksi pengalihan aset, (iii) bertindak sebagai wali amanat (*trustee*) untuk mewakili kepentingan investor.
4. **Trustee, bisa Principle Trustee atau Co Trustee.** *Trustee* mewakili kepentingan pembeli obligasi, *trustee* melakukan semacam penilaian terhadap perusahaan yang akan menerbitkan obligasi, untuk meminimalkan resiko yang akan ditanggung *obligor*.
5. **Appraiser.** *Appraiser* adalah perusahaan yang melakukan penilaian terhadap aktiva tetap perusahaan yang akan melakukan emisi, untuk memperoleh nilai yang dipandang wajar.
6. **Custody.** *Custody* menyelenggarakan kegiatan penitipan, bertanggung jawab untuk menyimpan efek milik pemegang rekening dan memenuhi kewajiban lain sesuai dengan kontrak antara kustodian dan pemegang rekening. Kustodian bisa berupa Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian, Perusahaan Efek, dan Bank Umum yang telah memperoleh persetujuan Bapepam.
7. **Shariah Advisor.** Penerbitan sukuk (obligasi syariah) harus terlebih dahulu mendapatkan pernyataan kesesuaian prinsip syariah (*syariah compliance endorsement*) untuk meyakinkan investor bahwa sukuk (obligasi syariah) telah distruktur sesuai syariah
8. **Arranger atau manajer investasi.** Manajer investasi merupakan pihak yang mengelola dana yang dititipkan investor untuk diinvestasikan di pasar modal.

Pemeringkat Efek Perusahaan Pemeringkat Efek

Pemeringkat efek yaitu perusahaan swasta yang memberikan peringkat/*ranking* atas efek yang bersifat hutang (seperti *obligasi*). Tujuan dari peringkat ini adalah untuk memberikan pendapat (*independen, objektif, dan jujur*) mengenai risiko suatu efek utang. Di Indonesia saat ini, terdapat dua lembaga yang berperan sebagai pemeringkat efek, yaitu PT. PEFINDO dan PT Kasnic Duff & Phelps Credit Rating Indonesia (DCR). Lembaga internasional yang dikenal sebagai Lembaga Pemeringkat Efek antara lain Standard & Poor's (S&P) dan Moody's (Manan, 2009:58)

Tabel 2.1. Standar Peringkat Menurut Pefindo

Peringkat	Keterangan
idAAA	Memiliki kapasitas superior dalam <i>long-term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya
idAA	Hanya berbeda tipis dengan idAAA tingkat idAA berarti memiliki kapasitas yang sangat kuat dalam <i>long term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya.
idA	Memiliki kapasitas kuat dengan <i>long term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya, namun lebih sensitif terhadap efek yang pasif dan perubahan situasi dan kondisi ekonomi.
idBBB	Memiliki kapasitas cukup atau memadai dalam <i>long term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya. Namun kondisi ekonomi yang merugikan atau perubahan situasi dan kondisi lingkungan akan memperlemah kapasitas obligor.
idBB	Memiliki kapasitas agak lemah dalam <i>long term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya. Obligor menghadapi ketidakpastian secara terus menerus untuk melawan kondisi bisnis, keuangan dan ekonomi yang membuat kapasitas obligor menjadi tidak memadai.
idB	Memiliki kapasitas yang lemah dalam <i>long term financial commitment</i> di bandingkan dengan obligor lainnya. Melawan kondisi bisnis, keuangan dan ekonomi akan merusak kapasitas obligor.
idCCC	Kondisi obligor ini rentan dan bergantung pada kondisi bisnis dan keuangan yang membantu untuk mencapai <i>financial commitment</i>
idSD	Gagal, namun masih ada kemungkinan mencapai <i>financial commitment</i>
idD	Gagal

Sumber : Pefindo

Pefindo didirikan 1993 melalui usulan dari BAPEPAM dan Bank Indonesia. Pada tahun 1994 mendapatkan lisensi No.39/PM/-PI/1994 dari Bapepam sebagai institusi

resmi di bidang pemeringkat efek Indonesia. Pefindo mempunyai afiliasi dengan lembaga pemeringkat internasional, yaitu S&P (Standard & Poor) serta aktif dalam kegiatan ASEAN Forum of Credit Rating Agencies (AFCRA) untuk meningkatkan jaringan dan kualitas produk pemeringkat (Rahardjo, 2004)

Tabel 2.2. Standar Peringkat Menurut Moody's dan Standard & Poor's

Moody's	S&P	Deskripsi
Aaa	AAA	Obligasi memiliki peringkat tertinggi. Kemampuan untuk membayar bunga dan pokoknya sangat kuat.
Aa	AA	Obligasi memiliki kapasitas sangat kuat untuk membayar bunga dan membayar kembali pokoknya. Sebagaimana halnya dengan obligasi berperingkat tertinggi, obligasi dalam kelompok ini merupakan kelompok <i>high-grade</i> (peringkat tinggi).
A	A	Obligasi memiliki kapasitas kuat untuk membayar bunga dan membayar kembali pokoknya, walau mudah terkena pengaruh merugikan dari perubahan kondisi ekonomi.
Baa	BBB	Obligasi dianggap memiliki kapasitas memadai untuk membayar bunga dan pokoknya. Kondisi ekonomi yang merugikan atau keadaan yang berubah akan lebih besar kemungkinannya melemahkan kapasitas membayar bunga dan membayar kembali pokoknya untuk utang dalam kategori ini jika dibandingkan dengan kategori beperingkat lebih tinggi. Obligasi dalam kelompok ini adalah obligasi <i>medium-grade</i> (peringkat menengah).
Ba B Caa Ca	BB B CCC CC	Obligasi dianggap sangat spekulatif dalam hal kapasitas membayar bunga dan membayar kembali pokoknya sesuai dengan syarat obligasi. Ba dan BB menunjukkan tingkat spekulasi terendah, dan Ca dan CC sebagai tingkat spekulasi tertinggi.
C	C	Peringkat ini dicadangkan untuk <i>income bonds</i> dimana tidak ada suku bunga yang dibayarkan.
D	D	Obligasi berperingkat D menunjukkan bahwa obligasi dalam keadaan <i>default</i> dan terdapat tunggakan pembayaran bunga dan/atau pembayaran kembali pokok obligasi.

Sumber : *Global Association of Risk Professionals*

Manfaat Rating Bagi Investor

Setiap investor dapat menilai tingkat kelayakan bisnis usaha sebuah emiten dan dapat menilai tingkat risiko yang timbul dari investasi sebuah obligasi dengan

melakukan analisis dari segi keuangan atau manajemen dan bisnis fundamentalnya. Beberapa manfaat *rating* bagi investor adalah sebagai berikut (Iqbal dan Mirakhor, 2008);

- a. Informasi risiko investasi.
- b. Rekomendasi investasi.
- c. Perbandin

Manfaat *Rating* Bagi Perusahaan (Emiten)

Perusahaan harus melakukan proses pemeringkatan yang dilakukan oleh lembaga pemeringkat untuk melakukan proses penerbitan obligasi. Beberapa manfaat *rating* bagi perusahaan adalah sebagai berikut (Iqbal dan Mirakhor, 2008):

- a. Informasi posisi bisnis.
- b. Menentukan struktur obligasi.
- c. Mendukung kinerja.
- d. Alat pemasaran.
- e. Menjaga kepercayaan investor.

Determinan Peringkat Sukuk & Peringkat Obligasi

Pertumbuhan Perusahaan

Tingkat pertumbuhan suatu perusahaan akan menunjukkan sampai sejauh mana perusahaan akan menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya (Wirawati, 2008) yang diperkirakan dengan melihat rata-rata laju pertumbuhan *Return on Equity (ROE)*. Pada umumnya perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang cukup baik akan memberikan peringkat sukuk *investment grade*. Pemodal di dalam menentukan instrument investasi terhadap sukuk akan memperhatikan pengaruh pertumbuhan perusahaan, apabila pertumbuhan perusahaan dinilai baik maka emiten sukuk akan memiliki peringkat sukuk yang cukup baik (Rozi dan Sofie, 2010).

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dapat diukur dengan menggunakan total aset, penjualan atau ekuitas. Jika jumlah aset, penjualan atau ekuitas tersebut besar, maka logaritma terhadap jumlah tersebut digunakan untuk tujuan penelitian (Miswanto dan Husnan 1999) dalam (Andry, 2005).

Pada umumnya perusahaan yang besar akan memberikan peringkat yang baik (*investment grade*). Di samping itu, ukuran perusahaan juga bisa mempunyai korelasi terhadap tingkat resiko kebangkrutan atau kegagalan sehingga dapat mempengaruhi *rating* obligasi (Rozi dan Sofie, 2010).

Profitabilitas Perusahaan

Menurut Manurung (2006) rasio *Return on Asset (ROA)* digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam memanfaatkan aktivasnya untuk memperoleh laba. Rasio ini merupakan perbandingan antara laba dengan rata-rata aktiva yang dimiliki perusahaan.

Hasil penelitian Almilia dan Devi (2007), bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan ROA memiliki pengaruh dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Perusahaan dengan kepemilikan laba yang tinggi akan memiliki peringkat sukuk dan obligasi yang akan naik .

Likuiditas Perusahaan

Rasio likuiditas adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Salah satu alat yang dipakai untuk mengukur likuiditas adalah dengan menggunakan rasio lancar (*current ratio*). Perusahaan yang mampu memenuhi kewajiban keuangannya tepat pada waktunya berarti perusahaan tersebut dalam keadaan likuid dan mempunyai aktiva lancar lebih besar daripada hutang lancarnya (Almilia dan Devi, 2007).

Burton et al (2000) dalam Almilia dan Devi (2007) menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara financial akan mempengaruhi prediksi peringkat obligasi.

Leverage Ratio

Menurut Manurung (2006) *leverage ratio* ini digunakan untuk mengukur keseimbangan proporsi antara aktiva yang didanai oleh kreditor (utang) dan yang didanai oleh pemilik perusahaan (ekuitas). Jika rasio ini cukup tinggi, maka hal tersebut menunjukkan tingginya penggunaan utang, sehingga hal ini dapat membuat perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan biasanya memiliki resiko kebangkrutan yang cukup besar.

Nilai *leverage* yang semakin kecil menandakan bahwa perusahaan dapat melunasi total hutang yang dimiliki menggunakan total dana yang dimiliki perusahaan, begitu juga juga melunasi obligasi yang dikeluarkan (Rozi dan Sofie, 2010).

Umur Sukuk dan Obligasi

Menurut Rahardjo (2004) setiap obligasi mempunyai masa jatuh tempo atau dikenal dengan istilah *maturity date* yaitu tanggal dimana nilai pokok obligasi tersebut harus dilunasi oleh penerbit obligasi. Emiten obligasi mempunyai kewajiban mutlak untuk membayar nilai nominal obligasi kepada pemegang obligasi pada saat jatuh tempo (biasanya tercantum pada kesepakatan yang dibuat sebelumnya).

Diamonds (1991) dalam Almilia dan Devi (2007) berpendapat bahwa terdapat hubungan antara struktur umur obligasi dan kualitas kredit untuk perusahaan yang tercantum dalam peringkat obligasi. Investor cenderung tidak menyukai obligasi dengan umur yang lebih panjang karena resiko yang akan didapat juga akan semakin

besar. Sehingga umur obligasi yang pendek ternyata menunjukkan peringkat obligasi *investment grade*.

Penelitian Terdahulu

Penelitian seputar analisis peringkat sukuk dan obligasi sudah banyak dilakukan tidak hanya oleh peneliti dalam negeri. Penelitian terdahulu seputar peringkat sukuk dan obligasi ini, banyak yang menggunakan variabel independen yang berasal dari rasio keuangan dan non rasio keuangan. Rasio keuangan berasal dari neraca, laporan laba rugi dan *cash flow* (Tabel 2.3.).

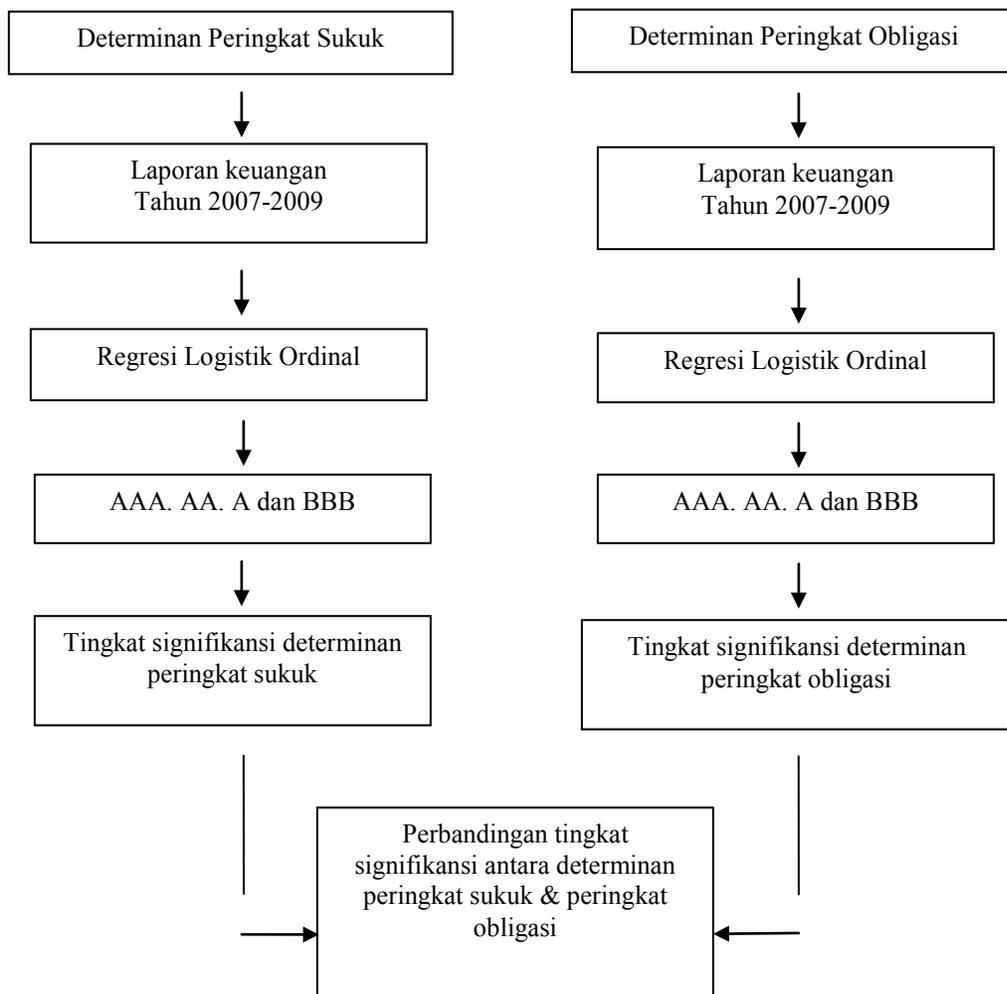
Tabel 2.3. Penelitian Terdahulu

Nama	Judul	Metodologi	Hasil
Arundina & Omar (2010)	Determinant of Sukuk Ratings: The Malaysian Case	Multinomial Logistic Regression	Model bisa mengklasifikasikan 78,8% dari semua kasus dengan benar. Variabel yang paling penting adalah jaminan diikuti ROA. Variabel yang tidak berpengaruh adalah total asset, <i>long term leverage</i> , <i>interest coverage</i> dan <i>current ratio</i> .
Andry (2005)	Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi	Regresi Logit	Variabel yang mempengaruhi prediksi peringkat obligasi adalah (pertumbuhan perusahaan) <i>growth</i> , <i>sinking fund</i> , <i>maturity</i> , dan opini dari <i>the big four</i> , sedangkan variabel yang tidak berpengaruh adalah ukuran perusahaan (<i>size</i>) dan jaminan (<i>secure</i>)
Rozi & Sofie (2010)	Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi Syariah (Sukuk)	Regresi Logistik Ordinal	Variabel yang mempengaruhi prediksi peringkat obligasi syariah adalah likuiditas perusahaan, <i>leverage ratio</i> , dan reputasi auditor (<i>opini</i>), sedangkan variabel yang tidak berpengaruh adalah pertumbuhan perusahaan (<i>growth</i>), ukuran perusahaan (<i>firm size</i>), profitabilitas perusahaan, <i>sinking fund</i> , jaminan (<i>secure</i>).
Almilia & Devi (2007)	Faktor-Faktor yang mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta	Regresi Logit	Variabel yang mempengaruhi prediksi peringkat obligasi adalah pertumbuhan perusahaan (<i>growth</i>) dan likuiditas perusahaan, sedangkan variabel yang tidak berpengaruh adalah ukuran perusahaan (<i>size</i>), profitabilitas, jaminan (<i>secure</i>), umur obligasi (<i>maturity</i>), dan reputasi auditor (<i>opini</i>).

Widiastuti, 2010	Analisa Faktor Determinan Peringkat Sukuk di Indonesia	Regresi Logistik Multinomial	Variabel yang mempengaruhi prediksi peringkat obligasi adalah leverage, likuiditas perusahaan, sedangkan variabel yang tidak berpengaruh adalah ukuran perusahaan (<i>size</i>), profitabilitas perusahaan, dan jaminan (<i>secure</i>)
------------------	--	------------------------------	---

Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran yang digunakan dalam penelitian ini dijelaskan dalam Gambar 2.2. berikut



Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran

Metodologi Penelitian

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode deskriptif kuantitatif yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh determinan peringkat sukuk dan peringkat obligasi serta untuk mengetahui perbandingan besar tingkat signifikansi antara determinan peringkat sukuk dengan peringkat obligasi. Variabel yang diteliti dari determinan peringkat sukuk dan peringkat obligasi ini yaitu pertumbuhan perusahaan (*growth*), ukuran perusahaan (*firm size*), profitabilitas perusahaan, likuiditas perusahaan, *leverage ratio*, dan umur sukuk dan obligasi (*maturity*).

Data diperoleh melalui Studi Dokumentasi, yaitu laporan keuangan, jurnal, buku, skripsi, dan artikel-artikel. Dan jenis data yang diambil adalah gabungan dari data *times series* dan data *cross section (pooled data)*. Secara rinci variabel penelitian dan penjelasannya dapat dilihat pada Tabel 3.1.

Tabel 3.1. Variabel Operasional

No	Jenis Variabel	Keterangan	Ukuran (Proksi)	Skala
1	Dependen	Peringkat Sukuk dan Peringkat Obligasi	Variabel Kategorikal; 1 untuk sukuk atau obligasi dengan peringkat AAA, 2 untuk AA, 3 untuk A dan 4 untuk BBB	ordinal
2	Independen	Pertumbuhan Perusahaan (<i>Growth</i>)	$\frac{\text{Total Laba}}{\text{Total Ekuitas}}$	Rasio
3		Ukuran Perusahaan (<i>Firm size</i>)	Total Aktiva	Rasio
4		Profitabilitas	$\frac{\text{Total Laba}}{\text{Total Aktiva}}$	Rasio
5		Likuiditas	$\frac{\text{Total Aktiva Lancar}}{\text{Total Kewajiban Lancar}}$	Rasio
6		<i>Leverage ratio</i>	$\frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$	Rasio
7		Umur Sukuk dan Obligasi (<i>Maturity</i>)	Variabel Kategorikal; 1 jika umur sukuk dan obligasi < lima tahun, dan 0 jika umur sukuk dan obligasi > lima tahun	ordinal

Populasi dalam penelitian ini adalah emiten sukuk dan obligasi periode tahun 2004-2006 yang diperingkat oleh Perusahaan Pemeringkat Efek Indonesia (PT. Pefindo) sebagai lembaga pemeringkat dan peringkat yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Teknik pengambilan sampel dengan metode *purposive random sampling*.

Di bawah ini adalah beberapa kriteria dalam pengambilan sampel, yaitu :

- 1) Sukuk korporasi dan obligasi korporasi yang diterbitkan perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2004-2006 yang masih beredar pada 2007-2009 (selama tiga tahun amatan)
- 2) Sukuk dan obligasi yang diperingkat oleh lembaga pemeringkat efek baik oleh PT. Pefindo ataupun peringkat yang tercatat di laporan BEI.
- 3) Memiliki periode laporan keuangan per-31 Desember pada tahun 2007-2009 (selama tiga tahun pengamatan).
- 4) Laporan keuangan yang disajikan dalam mata uang rupiah.
- 5) Periode laporan keuangan harus sesuai dengan umur sukuk dan obligasi atau perusahaan memiliki laporan keuangan yang dianggap mampu mewakili kinerja perusahaan penerbit sukuk dan obligasi dengan tidak melebihi umur sukuk dan obligasi tersebut.

Analisis Data

Pengujian data dalam penelitian ini menggunakan metode Analisis Regresi Logistik Ordinal disebut juga PLUM. Analisis regresi logistik ordinal digunakan jika variabel dependen atau peubah respon yang memiliki respon lebih dari dua dengan peubah penjelas kategorik dan atau kontinu berupa ordinal (peringkat). Peringkat dalam variabel dependen yaitu AAA, AA, A dan BBB dimana AAA mempunyai peringkat lebih tinggi dari AA, AA mempunyai peringkat lebih tinggi dari A, dan A mempunyai peringkat lebih tinggi dari BBB.

Adapun perbedaan metode analisis penelitian ini dengan penelitian sebelumnya antara lain:

1. Pada penelitian ini menggunakan metode analisis regresi logistik ordinal karena data olahan termasuk data ordinal bukan data nominal dan proses pengolahan data didukung oleh *software* SPSS 18.
2. Tanpa pengolahan uji asumsi klasik seperti uji heteroskedastisitas, uji autokorelasi, uji multikolinearitas, dan uji normalitas karena data olahan bersifat non-linear sehingga tidak perlu dilakukan uji-uji tersebut.

Dalam penelitian ini, variabel dependen terdiri dari dua yaitu 1) Peringkat Sukuk dan 2) Peringkat Obligasi, namun proses pengolahan dilakukan terpisah atau masing-masing dengan menetapkan peringkat sukuk dan peringkat obligasi sebagai variabel dependen, maka terdapat empat kategori peringkat sukuk dan peringkat obligasi dalam logistik ordinal koefisien logit. Keempat kategori tersebut yaitu AAA, AA, A dan BBB yang dapat ditulis kedalam bentuk persamaan matematik seperti :

$$\text{Logit } P(\text{BBB}) = \text{Log} \frac{p(\text{BBB})}{1 - p(\text{BBB})} \dots\dots\dots(1)$$

Atau dapat dituliskan,

$$\text{Log} \frac{p(\text{BBB})}{1 - p(\text{BBB})} = \alpha_0 + \beta_{11} X_1 + \beta_{12} X_2 + \beta_{13} X_3 + \beta_{14} X_4 + \beta_{15} X_5 + D_{\text{umur}} + e$$

$$\text{Logit } (P(\text{BBB}) + P(\text{AA})) = \text{Log} \frac{p(\text{BBB})+P(\text{AA})}{1 - P(\text{BBB})-P(\text{AA})} \dots\dots\dots(2)$$

Atau dapat dituliskan,

$$\text{Log} \frac{p(\text{BBB})+P(\text{AA})}{1 - P(\text{BBB})-P(\text{AA})} = \alpha_i 0 + \beta_{i1} X_1 + \beta_{i2} X_2 + \beta_{i3} X_3 + \beta_{i4} X_4 + \beta_{i5} X_5 + D_{\text{umur}} + e$$

$$\text{Logit } (P(\text{BBB}) + P(\text{AA}) + P(\text{A})) = \text{Log} \frac{p(\text{BBB})+P(\text{AA})+P(\text{A})}{1 - P(\text{BBB})-P(\text{AA})-P(\text{A})} \dots\dots\dots(3)$$

Atau dapat dituliskan,

$$\text{Log} \frac{p(\text{BBB})+P(\text{AA})+P(\text{A})}{1 - P(\text{BBB})-P(\text{AA})-P(\text{A})} = \alpha_i 0 + \beta_{i1} X_1 + \beta_{i2} X_2 + \beta_{i3} X_3 + \beta_{i4} X_4 + \beta_{i5} X_5 + D_{\text{umur}} + e$$

Keterangan :

- Y = Prediksi peringkat sukuk dan peringkat obligasi
- P(BBB) = Probabilitas peringkat BBB dibanding peringkat AAA
- P(A) = Probabilitas peringkat A dibanding peringkat AAA
- P(AA) = Probabilitas peringkat AA dibanding peringkat AAA
- α_{i0} = *Constant term*
- β = Koefisien masing-masing pada prediksi X.

- X_1 = Pertumbuhan perusahaan (*Growth*)
- X_2 = Ukuran perusahaan (*Firm size*)
- X_3 = Profitabilitas (*ROA*)
- X_4 = Likuiditas (*Current ratio*)
- X_5 = *Leverage ratio (Debt to Equity Ratio)*
- Umur sukuk = 1 jika umur sukuk dan obligasi kurang dari lima tahun
0 jika umur sukuk dan obligasi lebih dari lima tahun
- Dp = *dummy* / variabel binary
- e = *error*

Uji Signifikansi

Untuk mengevaluasi suatu model dapat dilihat dari beberapa tes signifikansi yang akan dilakukan. Terdapat beberapa tes yang berfungsi untuk mengetahui hubungan antar variabel. Tes tersebut antara lain adalah Model Fitting Information, Uji Goodness of Fit, Uji Pseudo R-Square dan Uji Parallel Lines.

1. Model Fitting Information

Model Fitting Information digunakan untuk mengetahui seberapa efektifkah variabel yang digunakan dengan cara memeriksa kecocokan keseluruhan model logit dengan uji hubungan secara keseluruhan, dimana variabel dependen menentukan hubungan antara variabel independen dan kelompok. Hasil Chi-Square dalam uji hubungan tergantung penurunan pada nilai -2LogLikelihood untuk model yang tidak mengandung variabel independen atau intersep saja dan model yang berisi variabel independen.

2. Uji Goodness-of-Fit

Uji Goodness-of-Fit berfungsi sebagai pengujian parameter secara simultan untuk mengetahui kecocokan model analisis tersebut. Pada Uji G kita akan mendapatkan informasi apakah model kita fit dengan data atau tidak. Harapan dari hasil Uji G adalah nilai Chi-Square kecil sehingga dihasilkan probabilitas yang tidak signifikan ($p > 0.05$). Model yang baik adalah model yang tidak dapat menolak hipotesis nol yaitu model sesuai atau cocok dengan data empiris.

3. Uji Pseudo R-Square

Uji Pseudo R-Square berfungsi untuk mengetahui kekuatan hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen, dan sebagai interpretasi terhadap nilai rasio kecenderungan yang terbentuk dengan melihat salah satu dari nilai Cox and Snell, Nagelkerke atau Mc Fadden.

4. Uji Parallel Lines^c

Uji Parallel Lines berfungsi untuk menilai apakah asumsi bahwa semua kategori memiliki parameter yang sama atau tidak. Nilai yang diinginkan dalam uji parallel lines ini adalah tidak signifikan yaitu $p > 0.05$. Ketidakcocokan sebuah model dapat disebabkan karena salah dalam memilih *link function* atau kesalahan dalam membuat peringkat kategori. Untuk itu dapat dilakukan permodelan kembali dengan memilih *link function* yang lain (Ghozali, Imam: 2009).

4. Hasil Penelitian

Determinan Peringkat Sukuk

Melalui kombinasi regresi logistik biner, regresi ordinal logit ini membandingkan beberapa kelompok. Dalam penelitian ini, perbandingan kelompok dilakukan pada variabel dependen dengan kode *dummy* yang memiliki satu kelompok referensi sebagai pembanding dasar, yaitu AAA = 1, AA = 2, A = 3 dan BBB = 4 dengan AAA sebagai pembanding dasar atau referensi kategori sehingga dapat dituliskan dalam persamaan di bawah ini:

$$\text{Logit P(BBB)} = -24.582 - 0.011\text{Growth} - 1.000\text{Ln Firm size} - 2.599\text{Profitabilitas} + 0.025\text{Likuiditas} - 1.423\text{Leverage ratio} - 1.110\text{Maturity} \dots\dots\dots(1)$$

$$\text{Logit (P(BBB) + P(A))} = -21.451 - 0.011\text{Growth} - 1.000\text{Ln Firm size} - 2.599\text{Profitabilitas} + 0.025\text{Likuiditas} - 1.423\text{Leverage ratio} - 1.110\text{Maturity} \dots\dots\dots(2)$$

$$\text{Logit (P(BBB) + P(A) + P(AA))} = -16.942 - 0.011\text{Growth} - 1.000\text{Ln Firm size} - 2.599\text{Profitabilitas} + 0.025\text{Likuiditas} - 1.423\text{Leverage ratio} - 1.110\text{Maturity} \dots\dots\dots(3)$$

Tabel 3.4. Parameter Estimasi Variabel Sukuk

	Estimate	Std. Error	Wald	Df	Sig.	95% Confidence Interval	
						Lower Bound	Upper Bound
Threshold [P_Sukuk = 1.00]	-24.582	8.576	8.216	1	.004	-41.392	-7.773
[P_Sukuk = 2.00]	-21.451	8.370	6.567	1	.010	-37.856	-5.045
[P_Sukuk = 3.00]	-16.942	7.773	4.751	1	.029	-32.177	-1.708
Location <i>Growth</i>	-.011	.059	.037	1	.848	-.127	.105
Ln_Frim_Size	-1.000	.484	4.269	1	.039	-1.949	-.051
Profitabilitas	-2.599	1.400	3.448	1	.063	-5.342	.144
Likuiditas	.025	.979	.001	1	.980	-1.895	1.944
Leverage_Ratio	-1.423	.923	2.377	1	.123	-3.233	.386
[Maturity=.00]	-1.110	2.240	.245	1	.620	-5.500	3.281
[Maturity=1.00]	0 ^a	.	.	0	.	.	.

a. This parameter is set to zero because it is redundant

Keterangan:

1. Variabel *growth* berpengaruh dalam penentuan peringkat sukuk dengan nilai koefisien -0.011 dan tidak signifikan pada $p < 0.05$ dengan nilai odd ratio (Exp -0.011) = 0.989.
2. Variabel *firm size* berpengaruh dalam penentuan peringkat sukuk dengan nilai koefisien -1.000 dan signifikan pada $p < 0.05$ dengan nilai odd ratio (Exp -1.000) = 0.368.
3. Variabel profitabilitas berpengaruh dalam penentuan peringkat sukuk dengan nilai koefisien -2.599 dan tidak signifikan pada $p < 0.05$ dengan nilai odd ratio (Exp -2.599) = 0.074.

4. Variabel likuiditas berpengaruh dalam penentuan peringkat sukuk dengan nilai koefisien 0.025 dan tidak signifikan pada $p < 0.05$ dengan nilai odd ratio ($\text{Exp } 0.025$) = 1.025.
5. Variabel *leverage ratio* berpengaruh dalam penentuan peringkat sukuk dengan nilai koefisien -1.423 dan tidak signifikan pada $p < 0.05$ dengan nilai odd ratio ($\text{Exp } -1.423$) = 0.241.
6. Variabel *maturity* untuk 0 berpengaruh dalam penentuan peringkat sukuk dengan nilai koefisien -1.110 dan tidak signifikan pada $p < 0.05$ dengan nilai odd ratio ($\text{Exp } -1.110$) = 0.330.

Perkiraan parameter tabel di atas adalah parameter estimasi untuk model regresi logistik ordinal. Dalam penelitian sukuk ini, variabel independen yang berpengaruh nyata adalah *firm size* dengan nilai $p < \alpha$ 5% yaitu $p \text{ value} = 0.039$ sehingga $0.039 < 0.05$. Pengaruh variabel independen *firm size* terhadap peringkat sukuk dapat diinterpretasikan sebagai berikut. *Firm size* = 1 dan variabel independen lainnya = 0 maka :

$$P(\text{BBB}) = \text{Log} \frac{\text{Exp} (-24.582 - 1.000)}{1 + \text{Exp} (-24.582 - 1.000)} = 7.7603\text{E}-12$$

$$P(\text{BBB}) + P(\text{A}) = \text{Log} \frac{\text{Exp} (-21.451 - 1.000)}{1 + \text{Exp} (-21.451 - 1.000)} = 1.77687\text{E}-10$$

$$\text{Jadi } P(\text{A}) = \text{Exp} (-21.451 - 1.000) - P(\text{BBB}) = 1.69926\text{E}-10$$

$$P(\text{BBB}) + P(\text{A}) + P(\text{AA}) = \text{Log} \frac{\text{Exp} (-16.942 - 1.000)}{1 + \text{Exp} (-16.942 - 1.000)} = 2.53117\text{E}-08$$

$$\text{Jadi } P(\text{AA}) = [P(\text{BBB}) + P(\text{A}) + P(\text{AA})] - [P(\text{BBB}) + P(\text{A})] = 2.5134\text{E}-08$$

Jadi dapat disimpulkan bahwa ketika perusahaan memiliki peningkatan rasio *firm size* yang diprosikan dengan nilai total aktiva, untuk kenaikan satu unit *firm size* maka akan menurunkan peluang perusahaan untuk mendapatkan peringkat BBB sebesar 7.7603E-12 atau 0.00000000776%, menurunkan peluang perusahaan untuk mendapatkan peringkat A sebesar 1.69926E-10 atau 0.0000001699%, dan akan menurunkan peluang perusahaan untuk mendapatkan peringkat AA sebesar 2.5134E-08 atau 0.00002513%. Interpretasi lainnya adalah ketika terjadi kenaikan satu unit *firm size* pada sebuah perusahaan, maka akan menurunkan odd rasio ($\text{exp } -1.000$) = 0.368 kategori peringkat AAA.

Hasil Ordinal Logit (Uji Signifikansi) Sukuk

Pada tahap ini akan dilakukan beberapa uji dalam tes signifikansi untuk mengevaluasi model yang digunakan. Diawali dengan Uji Model Fitting Informasi untuk mengetahui seberapa efektif variabel-variabel yang digunakan, kedua dengan Uji Goodness-of-Fit yang dikenal dengan Uji G untuk mengetahui kecocokan model analisis, ketiga Uji Pseudo R-Square untuk mengetahui kekuatan hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen, dan terakhir Uji Parallel Lines^c untuk menilai semua kategori memiliki parameter yang sama atau tidak.

Model Fitting Informasi Sukuk

Tabel 4.3 di bawah ini menunjukkan apakah dengan memasukkan variabel independen ke dalam model hasilnya lebih baik bila dibandingkan dengan model yang hanya memasukkan intersep saja.

Tabel 4.3 Model Fitting Information Sukuk

Model	-2 Log Likelihood	Chi-Square	Df	Sig.
Intercept Only	61.921			
Final	38.074	23.847	6	.001

Model hanya dengan intersep saja menghasilkan nilai -2Log Likelihood 61.921, sedangkan jika variabel independen *growth*, *firm size*, profitabilitas, likuiditas, *leverage ratio* dan *maturity* dimasukkan ke dalam model, maka nilai -2Log Likelihood turun menjadi 38.074 sehingga Chi-Square menjadi 23.847, dan penurunan ini signifikan pada 0.001 yang berarti model dengan variabel independen mampu memberikan hasil akurasi yang lebih baik untuk memprediksi peringkat sukuk dibandingkan hanya model dengan *intercept* saja. Jadi dapat disimpulkan bahwa model fit. Dimana :

H_0 : Model Fit hanya dengan *intercept* saja

H_1 : Model Fit dengan memasukkan peubah bebas atau variabel independen

Nilai $-p(0.001) < \alpha 5\%$ maka tolak H_0 artinya model fit dengan memasukkan peubah bebas atau variabel independen yang mempengaruhi peringkat sukuk.

Uji Goodness-of-Fit Sukuk

Tabel 4.4 Goodness-of-Fit Sukuk

	Chi-Square	Df	Sig.
Pearson	1343.403	72	.000
Deviance	38.074	72	1.000

Goodness-of-fit tidak begitu relevan oleh karena banyak cell yang memiliki frekuensi 0, oleh karena itu dapat diabaikan pada penelitian sukuk ini.

Uji Pseudo R-Square Sukuk

Tabel 4.5 Pseudo R-Square Sukuk

Cox and Snell	.587
Nagelkerke	.652
McFadden	.385

Tabel 4.5 ini memberikan nilai R-Square seperti halnya dalam regresi OLS yang berarti variasi variabel dependen (peringkat sukuk) yang dapat dijelaskan oleh variasi variabel independen seperti *growth*, *firm size*, profitabilitas, likuiditas, *leverage ratio* dan *maturity* sebesar 65.2%, yang diwakilkan oleh nilai Nagelkarke dan sisanya 34.8% dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

Uji Parallel Lines^c Sukuk

Uji Parallel Lines menilai apakah asumsi bahwa semua kategori memiliki parameter yang sama atau tidak. Nilai yang diinginkan dalam uji parallel lines ini adalah tidak signifikan yaitu $p > 0.05$.

Tabel 4.6 Test of Parallel Lines^c Sukuk

Model	-2 Log Likelihood	Chi-Square	Df	Sig.
Null Hypothesis	38.074			
General	30.435 ^a	7.639 ^b	12	.813

Tabel 4.6 ini memberikan hasil uji parallel line dengan menunjukkan nilai $p > 0.05$ yaitu $0.813 > 0.05$ yang berarti model cocok dan sudah sesuai sehingga tidak perlu dilakukan permodelan kembali.

Hasil Pembahasan Sukuk

Variabel *growth* atau pertumbuhan perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap peringkat sukuk. Nilai koefisien variabel tersebut sebesar -0.011 dengan *p value* sebesar 0.848 sehingga dapat dikatakan bahwa pengaruh *growth* terhadap peringkat sukuk tidak signifikan secara statistik. Pada umumnya semakin besar pertumbuhan perusahaan yang dapat diukur dengan pertumbuhan *Return on Equity* atau ROE, maka semakin besar kemungkinan perusahaan untuk mendapatkan peringkat sukuk yang tinggi. Hasil dari penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rozi dan Sofie (2010) yang menunjukkan bahwa variabel *growth* tidak mempunyai pengaruh terhadap peringkat obligasi. Akan tetapi, hasil penelitian ini

bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Andry (2005), dan Almilia dan Devi (2007).

Variabel *firm size* atau ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap peringkat sukuk. Nilai koefisien variabel tersebut sebesar -1.000 dengan *p value* sebesar 0.039 sehingga dapat dikatakan bahwa pengaruh *firm size* terhadap peringkat sukuk signifikan secara statistik. Pada umumnya semakin besar ukuran perusahaan yang dapat diukur dengan total aktiva, maka semakin besar kemungkinan perusahaan untuk mendapatkan peringkat sukuk yang tinggi. Hasil dari penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Andry (2005), Almilia (2007), Rozi dan Sofie (2010) dan Widiastuti (2010) yang menunjukkan bahwa variabel *firm size* tidak mempunyai pengaruh terhadap peringkat sukuk.

Variabel profitabilitas tidak mempunyai pengaruh terhadap peringkat sukuk. Nilai koefisien variabel tersebut sebesar -2.599 dengan *p value* sebesar 0.063 sehingga dapat dikatakan bahwa pengaruh profitabilitas terhadap peringkat sukuk tidak signifikan secara statistik. Pada umumnya semakin besar profitabilitas yang dapat diukur dengan ROA, maka semakin besar kemungkinan perusahaan untuk mendapatkan peringkat sukuk yang tinggi. Hasil dari penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Almilia dan Devi (2007), Rozi dan Sofie (2010) dan Widiastuti (2010) yang menunjukkan bahwa variabel profitabilitas tidak mempunyai pengaruh terhadap peringkat sukuk.

Variabel likuiditas tidak mempunyai pengaruh terhadap peringkat sukuk. Nilai koefisien variabel tersebut sebesar 0.025 dengan *p value* sebesar 0.980 sehingga dapat dikatakan bahwa pengaruh likuiditas terhadap peringkat sukuk tidak signifikan secara statistik. Pada umumnya semakin besar likuiditas perusahaan yang dapat diukur dengan *current ratio*, maka semakin besar kemungkinan perusahaan untuk mendapatkan peringkat sukuk yang tinggi. Hasil dari penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Almilia (2007), Rozi dan Sofie (2010) dan Widiastuti (2010) yang menunjukkan bahwa variabel likuiditas mempunyai pengaruh terhadap peringkat sukuk.

Variabel *leverage ratio* tidak mempunyai pengaruh terhadap peringkat sukuk. Nilai koefisien variabel tersebut sebesar -1.423 dengan *p value* sebesar 0.123 sehingga dapat dikatakan bahwa pengaruh *leverage ratio* terhadap peringkat sukuk tidak signifikan secara statistik. Pada umumnya semakin rendah *leverage ratio* yang dapat diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) atau membagi total hutang terhadap total ekuititas, maka semakin besar kemungkinan perusahaan untuk mendapatkan peringkat sukuk yang tinggi. Hasil dari penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rozi dan Sofie (2010) dan Widiastuti (2010) yang menunjukkan bahwa variabel *leverage ratio* mempunyai pengaruh terhadap peringkat sukuk.

Variabel *maturity* atau umur sukuk tidak mempunyai pengaruh terhadap peringkat sukuk. Nilai koefisien variabel tersebut sebesar -1.110 dengan *p value* sebesar 0.620 sehingga dapat dikatakan bahwa pengaruh *maturity* terhadap peringkat sukuk tidak signifikan secara statistik. Hal ini dimungkinkan oleh pengukuran yang dilakukan yaitu

dengan mengkategorikan variabel bebas ini sebagai variabel *dummy*. Hasil dari penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Almilia dan Devi (2007) yang menunjukkan bahwa variabel *maturity* tidak mempunyai pengaruh terhadap peringkat sukuk. Akan tetapi, hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Andry (2005).

Hasil Ordinal Logit Obligasi

Sama halnya pada sukuk, melalui kombinasi regresi logistik biner, regresi ordinal logit ini membandingkan beberapa kelompok. Dalam penelitian obligasi ini, perbandingan kelompok dilakukan pada variabel dependen dengan kode *dummy* yang memiliki satu kelompok referensi sebagai pembanding dasar, yaitu peringkat obligasi dimana AAA = 1, AA = 2, A = 3 dan BBB = 4 dengan AAA sebagai pembanding dasar atau referensi kategori sehingga dapat dituliskan dalam persamaan di bawah ini:

$$\text{Logit P(BBB)} = -19.297 + 0.003\textit{Growth} - 0.709\text{Ln Firm size} - 2.109\textit{Profitabilitas} \\ - 0.154\textit{Likuiditas} + 0.165\textit{Leverage ratio} - 3.019\textit{Maturity} \dots\dots(1)$$

$$\text{Logit (P(BBB) + P(A))} = -15.582 + 0.003\textit{Growth} - 0.709\text{Ln Firm size} \\ - 2.109\textit{Profitabilitas} - 0.154\textit{Likuiditas} + 0.165\textit{Leverage ratio} \\ - 3.019\textit{Maturity} \dots\dots\dots(2)$$

$$\text{Logit (P(BBB) + P(A) + P(AA))} = -10.838 + 0.003\textit{Growth} - 0.709\text{Ln Firm size} \\ - 2.109\textit{Profitabilitas} - 0.154\textit{Likuiditas} \\ + 0.165\textit{Leverage ratio} - 3.019\textit{Maturity} \dots\dots\dots(3)$$

Tabel 4.8 Parameter Estimates Obligasi

		Estimate	Std. Error	Wald	Df	Sig.	95% Confidence Interval	
							Lower Bound	Upper Bound
Threshold	[P_Obligasi = 1.00]	-19.297	5.079	14.438	1	.000	-29.251	-9.343
	[P_Obligasi = 2.00]	-15.582	4.726	10.869	1	.001	-24.845	-6.318
	[P_Obligasi = 3.00]	-10.838	4.249	6.508	1	.011	-19.165	-2.511
Location	<i>Growth</i>	.003	.049	.004	1	.950	-.094	.100
	<i>Ln_Firm_Size</i>	-.709	.282	6.296	1	.012	-1.262	-.155
	Profitabilitas	-2.109	.824	6.551	1	.010	-3.724	-.494
	Likuiditas	-.154	.509	.092	1	.762	-1.152	.844
	Leverage_Ratio	.165	.119	1.909	1	.167	-.069	.399
	[<i>Maturity</i> =.00]	-3.019	1.268	5.671	1	.017	-5.503	-.534
	[<i>Maturity</i> =1.00]	0 ^a	.	.	0	.	.	.

a. This parameter is set to zero because it is redundant

Keterangan:

1. Variabel *growth* berpengaruh dalam penentuan peringkat obligasi dengan nilai koefisien 0.003 dan tidak signifikan pada $p < 0.05$ dengan nilai odd ratio (Exp 0.003) = 1.003.
2. Variabel *firm size* berpengaruh dalam penentuan peringkat obligasi dengan nilai koefisien -0.709 dan signifikan pada $p < 0.05$ dengan nilai odd ratio (Exp -0.709) = 0.492.
3. Variabel profitabilitas berpengaruh dalam penentuan peringkat obligasi dengan nilai koefisien -2.109 dan signifikan pada $p < 0.05$ dengan nilai odd ratio (Exp -2.109) = 0.121.
4. Variabel likuiditas berpengaruh dalam penentuan peringkat obligasi dengan nilai koefisien -0.154 dan tidak signifikan pada $p < 0.05$ dengan nilai odd ratio (Exp -0.154) = 0.875.
5. Variabel *leverage ratio* berpengaruh dalam penentuan peringkat obligasi dengan nilai koefisien 0.165 dan tidak signifikan pada $p < 0.05$ dengan nilai odd ratio (Exp 0.165) = 1.179.
6. Variabel *maturity* untuk 0 berpengaruh dalam penentuan peringkat obligasi dengan nilai koefisien -3.019 dan signifikan pada $p < 0.05$ dengan nilai odd ratio (Exp -3.019) = 0.049.

Perkiraan parameter tabel 4.8 adalah parameter estimasi untuk model regresi logistik ordinal. Dalam penelitian obligasi ini, variabel independen yang berpengaruh nyata adalah *firm size* dengan nilai $p < \alpha$ 5% yaitu *Firm size* dengan $p = 0.012$ sehingga $0.012 < 0.05$, profitabilitas dengan $p = 0.010$ sehingga $0.010 < 0.05$ dan *maturity* (di atas lima tahun) dengan $p = 0.017$ sehingga $0.017 < 0.05$.

Pengaruh variabel independen *firm size* terhadap peringkat obligasi dapat diinterpretasikan sebagai berikut. *Firm size* = 1 dan variabel independen lainnya = 0 maka :

$$P(\text{BBB}) = \text{Log} \frac{\text{Exp}(-19.297 - 0.709)}{1 + \text{Exp}(-19.297 - 0.709)} = 2.04882\text{E-}09$$

$$P(\text{BBB}) + P(\text{A}) = \text{Log} \frac{\text{Exp}(-15.582 - 0.709)}{1 + \text{Exp}(-15.582 - 0.709)} = 8.41218\text{E-}08$$

$$\text{Jadi } P(\text{A}) = \text{Exp}(-15.582 - 0.709) - P(\text{BBB}) = 8.2073\text{E-}08$$

$$P(\text{BBB}) + P(\text{A}) + P(\text{AA}) = \text{Log} \frac{\text{Exp}(-10.838 - 0.709)}{1 + \text{Exp}(-10.838 - 0.709)} = 9.66509\text{E-}06$$

$$\text{Jadi } P(\text{AA}) = [P(\text{BBB}) + P(\text{A}) + P(\text{AA})] - [P(\text{BBB}) + P(\text{A})] = 9.58097\text{E-}06$$

Jadi dapat disimpulkan bahwa ketika perusahaan memiliki peningkatan rasio *firm size* yang diprosikan dengan nilai total aktiva, untuk kenaikan satu unit *firm size* maka akan menurunkan peluang perusahaan untuk mendapatkan peringkat BBB sebesar 2.04882E-09 atau 0.0000002049%, menurunkan peluang perusahaan untuk mendapatkan peringkat A sebesar 8.41218E-08 atau 0.000008207%, dan akan menurunkan peluang perusahaan untuk mendapatkan peringkat AA sebesar 9.58097E-06 atau 0.0009581%. Interpretasi lainnya adalah ketika terjadi kenaikan satu unit *firm size* perusahaan, maka akan menurunkan odd rasio ($\text{exp} -0.709$) = 0.492 kategori peringkat AAA.

Pengaruh variabel independen profitabilitas terhadap peringkat obligasi dapat diinterpretasikan sebagai berikut. Profitabilitas = 1 dan variabel independen lainnya = 0 maka :

$$P(\text{BBB}) = \text{Log} \frac{\text{Exp}(-19.297 - 2.109)}{1 + \text{Exp}(-19.297 - 2.109)} = 5.05234\text{E-}10$$

$$P(\text{BBB}) + P(\text{A}) = \text{Log} \frac{\text{Exp}(-15.582 - 2.109)}{1 + \text{Exp}(-15.582 - 2.109)} = 2.07442\text{E-}08$$

$$\text{Jadi } P(\text{A}) = \text{Exp}(-15.582 - 2.109) - P(\text{BBB}) = 2.02389\text{E-}08$$

$$P(\text{BBB}) + P(\text{A}) + P(\text{AA}) = \text{Log} \frac{\text{Exp}(-10.838 - 2.109)}{1 + \text{Exp}(-10.838 - 2.109)} = 2.38336\text{E-}06$$

$$\text{Jadi } P(\text{AA}) = [P(\text{BBB}) + P(\text{A}) + P(\text{AA})] - [P(\text{BBB}) + P(\text{A})] = 2.36262\text{E-}06$$

Jadi dapat disimpulkan bahwa ketika perusahaan memiliki peningkatan rasio profitabilitas yang diprosikan dengan nilai ROA, untuk kenaikan satu unit profitabilitas maka akan menurunkan peluang perusahaan untuk mendapatkan peringkat BBB sebesar 5.05234E-10 atau 0.00000005052%, menurunkan peluang

perusahaan untuk mendapatkan peringkat A sebesar 2.02389E-08 atau 0.000002024%, dan akan menurunkan peluang perusahaan untuk mendapatkan peringkat AA sebesar 2.36262E-06 atau 0.0002363% . Interpretasi lainnya adalah ketika terjadi kenaikan satu unit profitabilitas perusahaan, maka akan menurunkan odd rasio $(\exp -2.109) = 0.121$ kategori peringkat AAA

Pengaruh variabel independen *maturity* di atas lima tahun terhadap peringkat obligasi dapat diinterpretasikan sebagai berikut. *Maturity* = 1 dan variabel independen lainnya = 0 maka :

$$P(\text{BBB}) = \text{Log} \frac{\text{Exp} (-19.297-3.019)}{1+ \text{Exp} (-19.297-3.019)} = 2.03369\text{E-}10$$

$$P(\text{BBB}) + P(\text{A}) = \text{Log} \frac{\text{Exp} (-15.582-3.019)}{1+ \text{Exp} (-15.582-3.019)} = 8.35004\text{E-}09$$

$$\text{Jadi } P(\text{A}) = \text{Exp} (-15.582 - 3.019) - P(\text{BBB}) = 8.14667\text{E-}09$$

$$P(\text{BBB}) + P(\text{A}) + P(\text{AA}) = \text{Log} \frac{\text{Exp} (-10.838-3.019)}{1+\text{Exp} (-10.838-3.019)} = 9.5936\text{E-}07$$

$$\text{Jadi } P(\text{AA}) = [P(\text{BBB}) + P(\text{A}) + P(\text{AA})] - [P(\text{BBB}) + P(\text{A})] = 9.5101\text{E-}07$$

Jadi dapat disimpulkan bahwa ketika perusahaan memiliki obligasi dengan *maturity* di atas lima tahun mengalami kenaikan satu unit maka akan menurunkan peluang perusahaan untuk mendapatkan peringkat BBB sebesar 2.03369E-10 atau 0.0000002034%, menurunkan peluang perusahaan untuk mendapatkan peringkat A sebesar 8.14667E-09 atau 0.0000008147%, dan akan menurunkan peluang perusahaan untuk mendapatkan peringkat AA sebesar 9.5101E-07 atau 0.00009510%. Interpretasi lainnya adalah ketika terjadi kenaikan satu unit *maturity* untuk umur di atas lima tahun, maka akan menurunkan odd rasio $(\exp -3.019) = 0.049$ kategori peringkat AAA

Menilai Hasil Ordinal Logit (Uji Signifikansi) Obligasi

Sama halnya dengan pengujian pada penelitian sukuk sebelumnya, pada pengujian obligasi ini akan dilakukan beberapa uji dalam tes signifikansi untuk mengevaluasi model yang digunakan. Diawali dengan Uji Model Fitting Informasi untuk mengetahui seberapa efektif variabel-variabel yang digunakan, kedua dengan Uji Goodness of Fit yang dikenal dengan Uji G untuk mengetahui kecocokan model analisis, ketiga Uji Pseudo R-Square untuk mengetahui kekuatan hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen dan terakhir Uji Parallel Lines^c untuk menilai semua kategori memiliki parameter yang sama atau tidak.

Model Fitting Informasi Obligasi

Tabel 4.9 Model Fitting Information Obligasi

Model	-2 Log Likelihood	Chi-Square	Df	Sig.
Intercept Only	97.144			
Final	66.285	30.859	6	.000

Sama halnya dengan penelitian sukuk sebelumnya, hasil model fitting information pada penelitian obligasi ini didapat hasil bahwa model hanya dengan *intercept* saja menghasilkan nilai -2Log Likelihood 97.144, sedangkan jika variabel independen *growth*, *firm size*, profitabilitas, likuiditas, *leverage ratio* dan *maturity* dimasukkan ke dalam model, maka nilai -2Log Likelihood turun menjadi 66.285 sehingga Chi-Square menjadi 30.859, dan penurunan ini signifikan pada 0.000 yang berarti model dengan variabel independen mampu memberikan hasil akurasi yang lebih baik untuk memprediksi peringkat obligasi dibandingkan hanya model dengan *intercept* saja. Jadi dapat disimpulkan bahwa model fit. Dimana :

H0 : Model Fit hanya dengan *intercept* saja

H1 : Model Fit dengan memasukkan peubah bebas atau variabel independen

Nilai $-p(0.000) < \alpha$ 5% maka tolak H0 artinya model fit dengan memasukkan peubah bebas atau variabel independen yang mempengaruhi peringkat obligasi.

Uji Goodness-of-Fit Obligasi

Tabel 4.10 Goodness-of-Fit Obligasi

	Chi-Square	Df	Sig.
Pearson	5688.047	126	.000
Deviance	66.285	126	1.000

Goodness-of-fit tidak begitu relevan oleh karena banyak cell yang memiliki frekuensi 0, oleh karena itu dapat diabaikan pada penelitian obligasi ini.

Uji Pseudo R-Square Obligasi

Tabel 4.11 Pseudo R-Square Obligasi

Cox and Snell	.496
Nagelkerke	.561
McFadden	.318

Pada R-Square obligasi, nilai Nagelkerke sebesar 0.561 yang berarti 56.1% variasi variabel dependen (peringkat obligasi) yang dapat dijelaskan oleh variasi variabel independen seperti *growth*, *firm size*, profitabilitas, likuiditas, *leverage ratio* dan *maturity* dan sisanya 43.9% dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

Uji Parallel Lines^c Obligasi

Tabel 4.12 Test of Parallel Lines^c Obligasi

Model	-2 Log Likelihood	Chi-Square	Df	Sig.
Null Hypothesis	66.285			
General	48.311 ^a	17.975 ^b	12	.116

Pada penelitian obligasi, tabel ini memberikan hasil uji parallel line dengan menunjukkan nilai $p > 0.05$ yaitu $0.116 > 0.05$ yang berarti model cocok dan sudah sesuai sehingga tidak perlu dilakukan permodelan kembali.

Hasil Pembahasan Obligasi

Variabel *growth* atau pertumbuhan perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap peringkat obligasi. Nilai koefisien variabel tersebut sebesar 0.003 dengan *p value* sebesar 0.950 sehingga dapat dikatakan bahwa pengaruh *growth* terhadap peringkat obligasi tidak signifikan secara statistik. Pada umumnya semakin besar pertumbuhan perusahaan yang dapat diukur dengan pertumbuhan *Return on Equity* atau ROE, maka semakin besar kemungkinan perusahaan untuk mendapatkan peringkat obligasi yang tinggi. Hasil dari penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rozi dan Sofie (2010) yang menunjukkan bahwa variabel *growth* tidak mempunyai pengaruh terhadap peringkat obligasi. Akan tetapi, hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Andry (2005), dan Almilia dan Devi (2007).

Variabel *firm size* atau ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap peringkat obligasi. Nilai koefisien variabel tersebut sebesar -0.709 dengan *p value* sebesar 0.012 sehingga dapat dikatakan bahwa pengaruh *firm size* terhadap peringkat obligasi signifikan secara statistik. Pada umumnya semakin besar ukuran perusahaan yang dapat diukur dengan total aktiva, maka semakin besar kemungkinan perusahaan untuk mendapatkan peringkat obligasi yang tinggi. Hasil dari penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Andry (2005), Almilia (2007), Rozi dan Sofie (2010) dan Widiastuti (2010) yang menunjukkan bahwa variabel *firm size* tidak mempunyai pengaruh terhadap peringkat obligasi.

Variabel profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap peringkat obligasi. Nilai koefisien variabel tersebut sebesar -2.109 dengan *p value* sebesar 0.010 sehingga dapat dikatakan bahwa pengaruh profitabilitas terhadap peringkat obligasi signifikan secara statistik. Pada umumnya semakin besar profitabilitas yang dapat diukur dengan ROA, maka semakin besar kemungkinan perusahaan untuk mendapatkan peringkat obligasi yang tinggi. Hasil dari penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Almilia dan Devi (2007), Rozi dan Sofie (2010) dan Widiastuti (2010) yang menunjukkan bahwa variabel profitabilitas tidak mempunyai pengaruh terhadap peringkat obligasi.

Variabel likuiditas tidak mempunyai pengaruh terhadap peringkat obligasi. Nilai koefisien variabel tersebut sebesar -0.154 dengan p value sebesar 0.762 sehingga dapat dikatakan bahwa pengaruh likuiditas terhadap peringkat obligasi tidak signifikan secara statistik. Pada umumnya semakin besar likuiditas perusahaan yang dapat diukur dengan *current ratio*, maka semakin besar kemungkinan perusahaan untuk mendapatkan peringkat obligasi yang tinggi. Hasil dari penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Almilia (2007), Rozi dan Sofie (2010) dan Widiastuti (2010) yang menunjukkan bahwa variabel likuiditas mempunyai pengaruh terhadap peringkat obligasi.

Variabel *leverage ratio* tidak mempunyai pengaruh terhadap peringkat obligasi. Nilai koefisien variabel tersebut sebesar 0.165 dengan p value sebesar 0.167 sehingga dapat dikatakan bahwa pengaruh *leverage ratio* terhadap peringkat obligasi tidak signifikan secara statistik. Pada umumnya semakin rendah *leverage ratio* yang dapat diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) atau membagi total hutang terhadap total ekuititas, maka semakin besar kemungkinan perusahaan untuk mendapatkan peringkat obligasi yang tinggi. Hasil dari penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rozi dan Sofie (2010) dan Widiastuti (2010).

Variabel *maturity* atau umur sukuk mempunyai pengaruh terhadap peringkat obligasi. Nilai koefisien variabel tersebut sebesar -3.019 dengan p value sebesar 0.017 sehingga dapat dikatakan bahwa pengaruh *maturity* terhadap peringkat obligasi signifikan secara statistik. Dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki umur obligasi lebih dari lima tahun akan berada pada peringkat obligasi *investment grade*. Hasil dari penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Andry (2005) yang menunjukkan bahwa variabel *maturity* mempunyai pengaruh terhadap peringkat obligasi tetapi pada penelitian Andry (2005) ini adalah *maturity* yang memiliki umur obligasi kurang dari lima tahun. Akan tetapi, hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Almilia dan Devi (2007).

Perbandingan Tingkat Signifikansi antara Determinan Peringkat Sukuk dengan Peringkat Obligasi.

Berdasarkan hasil analisa data, perbandingan tingkat signifikansi antara determinan peringkat sukuk dengan peringkat obligasi dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 4.13 Perbandingan Tingkat Signifikansi antara Determinan Peringkat Sukuk dengan Peringkat Obligasi

Variabel	Sig. Peringkat Sukuk	Sig. Peringkat Obligasi
<i>Growth</i>	0.848	0.950
<i>Firm size</i>	0.039	0.012
Profitabilitas	0.063	0.010
Likuiditas	0.980	0.762

<i>Leverage ratio</i>	0.123	0.167
<i>Maturity</i>	0.620	0.017

Keterangan:

1. Pada variabel *growth* tingkat signifikansi peringkat sukuk sebesar 0.848 sedangkan pada peringkat obligasi sebesar 0.950 dimana nilai *p value* keduanya lebih besar dari alpha 5% sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *growth* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat sukuk dan peringkat obligasi.
2. Pada variabel *firm size* tingkat signifikansi peringkat sukuk sebesar 0.039 sedangkan pada peringkat obligasi sebesar 0.012 dimana nilai *p value* keduanya lebih kecil dari alpha 5% sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *firm size* berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat sukuk dan peringkat obligasi.
3. Pada variabel profitabilitas tingkat signifikansi peringkat sukuk sebesar 0.063 sedangkan pada peringkat obligasi sebesar 0.010 dimana nilai *p value* sukuk lebih besar dari alpha 5% dan *p value* obligasi lebih kecil dari alpha 5% sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel profitabilitas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat sukuk dan berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat obligasi.
4. Pada variabel likuiditas tingkat signifikansi peringkat sukuk sebesar 0.980 sedangkan pada peringkat obligasi sebesar 0.762 dimana nilai *p value* keduanya lebih besar dari alpha 5% sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel likuiditas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat sukuk dan peringkat obligasi.
5. Pada variabel *leverage ratio*, tingkat signifikansi peringkat sukuk sebesar 0.123 sedangkan pada peringkat obligasi sebesar 0.167 dimana nilai *p value* keduanya lebih besar dari alpha 5% sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *leverage ratio* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat sukuk dan peringkat obligasi.
6. Pada variabel *maturity* untuk jangka waktu lebih dari lima tahun tingkat signifikansi peringkat sukuk sebesar 0.620 sedangkan pada peringkat obligasi sebesar 0.017 dimana nilai *p value* sukuk lebih besar dari alpha 5% dan *p value* obligasi lebih kecil dari alpha 5% sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *maturity* untuk jangka waktu lebih dari lima tahun tidak berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat sukuk dan berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat obligasi.

5. Kesimpulan dan Rekomendasi

Kesimpulan

1. Determinan peringkat sukuk adalah ukuran perusahaan (*firm size*) dengan tingkat signifikansi sebesar 0.039.

2. Determinan peringkat obligasi adalah ukuran perusahaan (*firm size*) dengan tingkat signifikansi sebesar 0.012, profitabilitas dengan tingkat signifikansi sebesar 0.010, dan umur obligasi di atas lima tahun (*maturity*) dengan tingkat signifikansi sebesar 0.017.
3. Tingkat signifikansi variabel *growth* pada peringkat sukuk sebesar 0.848 sedangkan pada peringkat obligasi sebesar 0.950, tingkat signifikansi variabel *firm size* pada peringkat sukuk sebesar 0.039 sedangkan pada peringkat obligasi sebesar 0.012, tingkat signifikansi variabel profitabilitas pada peringkat sukuk sebesar 0.063 sedangkan pada peringkat obligasi sebesar 0.010, tingkat signifikansi variabel likuiditas pada peringkat sukuk sebesar 0.980 sedangkan pada peringkat obligasi sebesar 0.762, tingkat signifikansi variabel *leverage ratio* pada peringkat sukuk sebesar 0.123 sedangkan pada peringkat obligasi sebesar 0.167, tingkat signifikansi variabel *maturity* pada peringkat sukuk sebesar 0.620 sedangkan *maturity* pada peringkat obligasi sebesar 0.017.

Rekomendasi

Berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan di atas, peneliti memberikan beberapa saran yang diharapkan dapat bermanfaat bagi peneliti selanjutnya, diantaranya adalah :

1. Pada penelitian selanjutnya bisa ditambahkan variabel lain yang terkait dengan faktor rasio keuangan yang diperkirakan dapat mempengaruhi prediksi peringkat sukuk dan peringkat obligasi.
2. Untuk variabel pertumbuhan perusahaan (*growth*) sebaiknya digunakan ukuran yang lebih umum sebagai proksi nilai pertumbuhan perusahaan.
3. Untuk periode pengamatan bisa diperpanjang sehingga sampel data akan semakin banyak sehingga kekuatan akurasi model semakin baik.

REFERENSI

Al-Qur'an Al-Karim

AAOIFI, 2003:140,152

Almilia, Luciana Spica dan Devi, Vieka. 2007. *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi Pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Proceeding Seminar Nasional Manajemen Universitas Kristen Maranatha Bandung*, 3 November 2007.

Andri ,Wydia. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi". *Jurnal Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. September 2005.

Antonio, Muhammad Syafi'i. 2000. *Bank Syariah Suatu Pengenalan Umum*. Jakarta: Tazkia Istitute.

Arundina, Tika dan Omar, Mohd Azmi. 2010. *Determinant Of Sukuk Ratings :The Malaysian Case: Shariah Economic Days* 2010.

- Asosiasi Emiten Indonesia (AEI). 2003. *Obligasi dan Perkembangannya di Indonesia (Alternative Investasi)*. Jakarta: Tidak diterbitkan.
- Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM), 2003. *Panduan-panduan Investasi Di Pasar Modal Indonesia*. Tidak diterbitkan.
- Burhanuddin S. 2009. *Pasar Modal Syariah (Tinjauan Hukum)*. Yogyakarta: UII Press.
- Dumairi, HM. *et al.*, 2007, *Ekonomi Syariah Versi Salaf*. Sidogiri Kraton Pasuruan: Pustaka Sidogiri.
- Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia No. 32/DSD-MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syariah.
- Ghozali, H. Imam. 2009. *Analisis Multivariate Lanjutan Dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Global Association of Risk Professionals (2008), *Indonesia Certificate in Banking Risk and Regulation, Workbook Level 1*, Global Association of Risk Professionals - Badan sertifikasi manajemen Risiko.
- Huda, Nurul dan Nasution Edwin. 2007. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana.
- Hutajulu, Maju. 2008. *Pengaruh Faktor Fundamental Ekonomi dan Perusahaan terhadap Imbal Hasil Obligasi Perusahaan Terbuka di Bursa Efek Indonesia*. Tesis: Sekolah Pascasarjana Universitas Sumatera Utara Medan.
- Iqbal, Zamir dan Mirakhor Abbas. 2008. *Pengantar Keuangan Islam: Teori dan Praktik*. Jakarta: Kencana.
- Laporan Tahunan BAPEPAM tahun 2009.
- Manan, H. Abdul. 2009. *Aspek Hukum dan Penyelenggaraan Investasi di Pasar Modal Syariah Indonesia*. Jakarta: Kencana.
- Manurung, Adler Haymans. 2006, *Dasar-dasar Investasi Obligasi*. Jakarta: Gramedia.
- Rahardjo, Spto. 2004. *Panduan Investasi Obligasi*. Jakarta: Gramedia.
- Rozi, Fahrur dan Sofie. 2010. “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi Syariah (Sukuk)”. *Jurnal Akuntansi Islam*, Vol 01 (No. 1), Juni 2010.
- Sriwardany. 2006. *Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Perubahan Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur Tbk*. Tesis: Sekolah Pascasarjana Universitas Sumatera Utara Medan.
- Sunarsih. 2008. “Potensi Obligasi Syariah Sebagai Sumber Pendanaan Jangka Menengah dan Panjang bagi Perusahaan di Indonesia”. *Jurnal Asy-Syir’ah*. Vol 42 (No.1). 2008.
- Widiastuti, Wulandari. 2010. *Analisa Faktor Determinan Peringkat Sukuk Di Indonesia*. Skripsi STEI Tazkia.

Wirawati, Ni Gusti Putu. "Pengaruh Faktor Fundamental Perusahaan terhadap Price to Book *Value* dalam Penilaian Saham di Bursa Efek Jakarta dalam Kondisi Krisis Moneter". *Buletin Studi Ekonomi*. Vol 13 (No.1). 2008.