

**PERAN PERINGKAT SUKUK SEBAGAI VARIABEL INTERVENING
DALAM HUBUNGAN CORPORATE GOVERNANCE DENGAN REAKSI
PASAR**

**(Studi Kasus Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Tahun 2016-2020)**

Skripsi

**Diajukan kepada Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung Semarang
Untuk memenuhi sebagian persyaratan
Mencapai derajat Sarjana S1**

Program Studi Akuntansi



Disusun oleh :

Elza Bella Muslichha Devi

NIM : 31401900207

UNIVERSITAS ISLAM SULTAN AGUNG

FAKULTAS EKONOMI

PROGRAM STUDI AKUNTANSI

SEMARANG

2022

**PERAN PERINGKAT SUKUK SEBAGAI VARIABEL INTERVENING
DALAM HUBUNGAN CORPORATE GOVERNANCE DENGAN REAKSI
PASAR**

**(Studi Kasus Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Tahun 2016-2020)**

Disusun Oleh:

Elza Bella Muslichha Devi

NIM: 31401900207

Telah dipertahankan di depan penguji

Pada tanggal 3 Juni 2022

Susunan Dewan Penguji

Pembimbing



Dr. Indri Kartika, SE., M.Si., Ak. CA

NIK. 211490002

Penguji I



Dr. Kiryanto, S.E., M.Si., Ak., C.A

NIK. 211492004

Penguji II

UNISSULA

جامعته سلطان أبجوع الإسلامية

Sutapa, SE., M.Si., Akt

NIK. 211496007

Skripsi ini telah diterima sebagai salah satu persyaratan untuk memperoleh
Gelar Sarjana Ekonomi Tanggal 3 Juni 2022

Ketua Program Studi S1 Akuntansi



Dr. Dra. Winarsih, S.E., M.Si., Ak., CA.

NIK. 211415029

PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN SKRIPSI

Nama : Elza Bella Muslichha Devi

NIM : 31401900207

Fakultas : Ekonomi

Jurusan : S1 Akuntansi

Dengan ini menyatakan bahwa penelitian yang berjudul **“Peran Peringkat Sukuk Sebagai Variabel Intervening Dalam Hubungan Corporate Governance Dengan Reaksi Pasar”** adalah benar-benar hasil karya sendiri, bukan merupakan hasil plagiasi atau duplikasi dari karya orang lain. Pendapat orang lain yang terdapat dalam penelitian ini dikutip berdasarkan kode etik ilmiah. Apabila di kemudian hari terbukti skripsi ini adalah hasil plagiasi dari karya tulis orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan penuh kesadaran dan rasa tanggung jawab.

Semarang, 3 Juni 2022

Penulis



Elza Bella Muslichha Devi

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

MOTO

"Dan carilah pada apa yang telah dianugerahkan kepadamu (kebahagiaan) negeri akhirat dan janganlah kamu melupakan bagianmu dari (kenikmatan) duniawi."

(Q.S Al-Qashas: 77)

"Dreams don't work unless you do"

(John C. Maxwell)

PERSEMBAHAN

"Kepada Allah SWT atas segala kasih sayang dan ridhanya sehingga peneliti dapat menyelesaikan penelitian ini."

"Orang tua dan adik saya yang saya cintai dan sayangi selalu memotivasi, selalu mendoakan dan selalu mendukung penulis."

"Almamater dan civitas Fakultas Ekonomi Unissula tempat saya meuntun ilmu yang telah memberikan banyak pelajaran berharga."

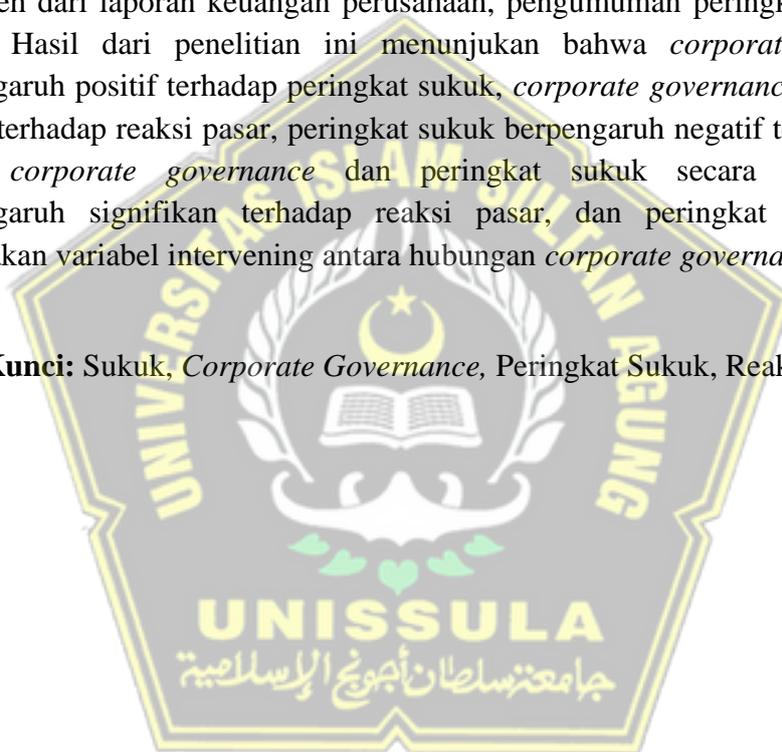
"Kepada Ibu Dr. Hj. Indri Kartika, S.E., M.Si., Ak, CA selaku dosen pembimbing yang selalu memberikan arahan dan semangat dalam pengerjaan skripsi."

"Sahabat saya tercinta (Prischa, Fitri, Afaf, Firda, Amel, Devi, Nikiya, Avidah, Rina, Rufaida, Oryza) atas kebersamaan, candatawa dan dukungannya."

ABSTRAK

Dalam melakukan investasi pada sukuk, investor perlu mempertimbangkan faktor-faktor untuk menghindari risiko gagal bayar. Salah satu faktor tersebut adalah reaksi pasar. Penelitian ini akan menguji variabel yang dapat mempengaruhi reaksi pasar yaitu *corporate governance*. Selain itu penelitian ini juga menggunakan peringkat sukuk sebagai variabel intervening. Populasi dalam penelitian ini adalah sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2016 – 2020. Pemilihan sampel berdasarkan metode *purposive sampling* dan diperoleh sebanyak 95 sampel. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan, pengumuman peringkat sukuk, dan IHSG. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa *corporate governance* berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk, *corporate governance* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar, peringkat sukuk berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar, *corporate governance* dan peringkat sukuk secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar, dan peringkat sukuk bukan merupakan variabel intervening antara hubungan *corporate governance* dan reaksi pasar.

Kata Kunci: Sukuk, *Corporate Governance*, Peringkat Sukuk, Reaksi Pasar



ABSTRACT

In investing in Sukuk, investors need to consider factors to avoid the risk of default. One of these factors is the market reaction. This study will examine the variables that can affect the market reaction, namely corporate governance. In addition, this study also uses Sukuk ratings as an intervening variable. The population in this study was Sukuk issued by companies listed on the Indonesia Stock Exchange from 2016 – 2020. The sample selection was based on the purposive sampling method and obtained as many as 95 samples. This study uses secondary data obtained from the company's financial statements, announcements of Sukuk ratings, and the JCI. The results of this study indicate that corporate governance has a positive effect on Sukuk ratings, corporate governance has a positive effect on market reactions, Sukuk ratings hurt market reactions, corporate governance and Sukuk ratings together have a significant effect on market reactions, and Sukuk ratings are not an intervening variable between corporate governance relationship and market reaction.

Keywords: *Sukuk, Corporate Governance, Sukuk Rating, Market Reaction*



INTISARI

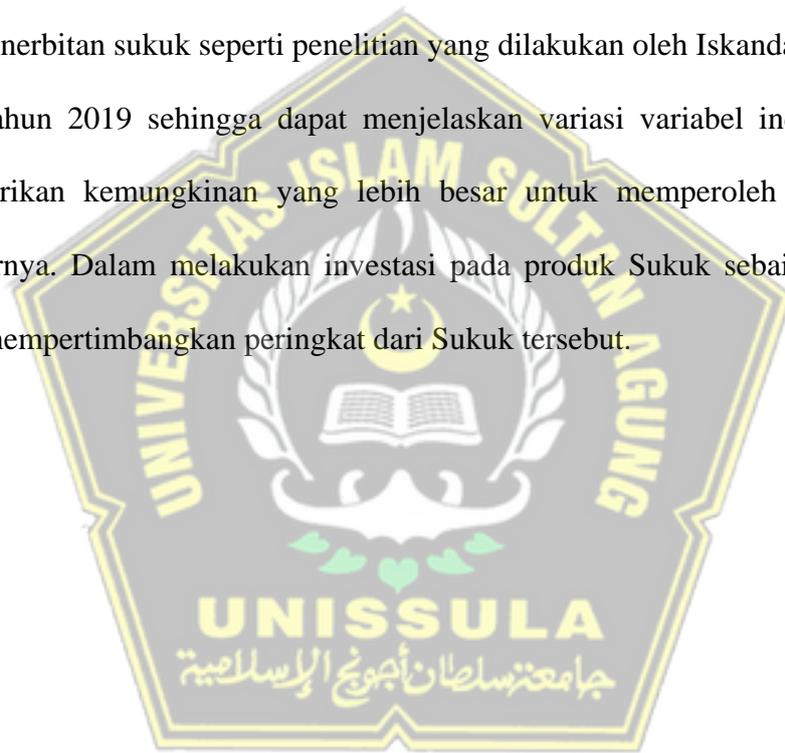
Penelitian ini menguji tentang determinan reaksi pasar. Pada penelitian ini menggunakan 2 variabel yang diindikasikan mampu mempengaruhi reaksi pasar yaitu *corporate governance* dan peringkat sukuk. Reaksi pasar merupakan tanggapan atau respon yang diperoleh dari informasi dari peristiwa tertentu yang menunjukkan perubahan pasar khususnya pasar modal. *Grand theory* yang digunakan dalam penelitian ini adalah Teori Keagenan dan Teori Sinyal. Terdapat 4 hipotesis dalam penelitian ini yaitu: a) *Corporate Governance* berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk b) *Corporate Governance* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar c) Peringkat sukuk berpengaruh positif terhadap reaksi pasar d) Peringkat sukuk merupakan variabel intervening hubungan antara *Corporate Governance* dengan reaksi pasar.

Populasi dalam penelitian ini adalah sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2016 – 2020. Pemilihan sampel berdasarkan metode *purposive sampling* dan diperoleh sebanyak 95 sampel. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan, pengumuman peringkat sukuk, dan IHSG. Dalam pengujian menggunakan teknik analisis regresi linear berganda dan *Analysis Path* dengan aplikasi SPSS 25.

Berdasarkan pengujian hipotesis dalam penelitian ini, dapat disimpulkan bahwa *corporate governance* berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk, *corporate governance* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar, peringkat sukuk

berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar, *corporate governance* dan peringkat sukuk secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar, dan peringkat sukuk bukan merupakan variabel intervening antara hubungan *corporate governance* dan reaksi pasar.

Penelitian selanjutnya diharapkan dapat meneliti dapat menambah populasi dengan menambah periode penelitian dan menambahkan variabel penelitian seperti nilai penerbitan sukuk seperti penelitian yang dilakukan oleh Iskandar dan Ridwan pada tahun 2019 sehingga dapat menjelaskan variasi variabel independen dan memberikan kemungkinan yang lebih besar untuk memperoleh kondisi yang sebenarnya. Dalam melakukan investasi pada produk Sukuk sebaiknya investor perlu mempertimbangkan peringkat dari Sukuk tersebut.



KATA PENGANTAR

Alhamdulillah puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT yang telah memberikan segala rahmat dan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Peran Peringkat Sukuk Sebagai Variabel Intervening Dalam Hubungan Corporate Governance Dengan Reaksi Pasar (Studi Kasus Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2016-2020)”. Dalam penyusunan tugas akhir ini penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih kepada pihak-pihak yang telah membantu mengarahkan dan memberikan dorongan bagi penulis hingga tersusunnya tugas akhir ini. Penulis mengucapkan terima kasih kepada:

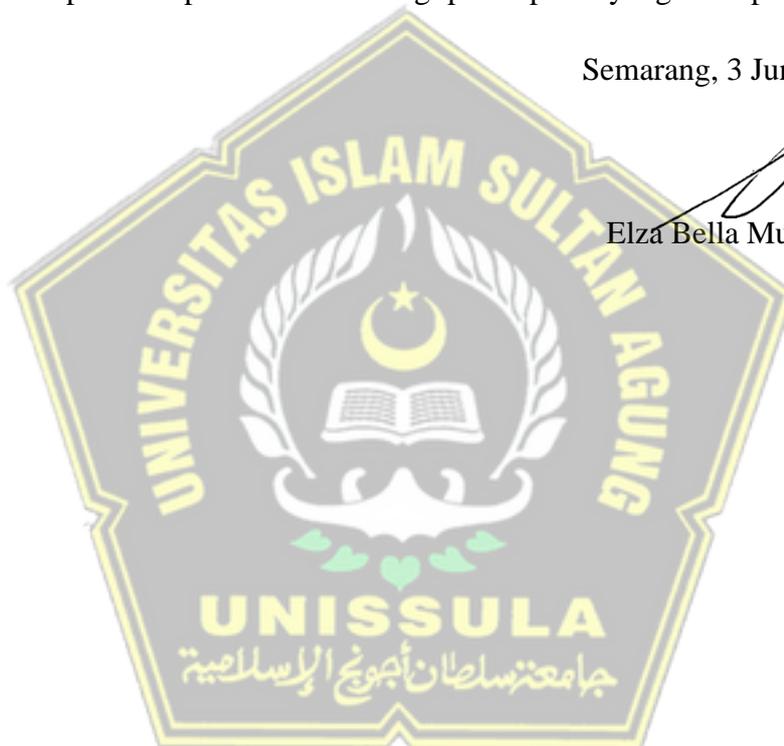
1. Prof. Dr. Olivia Fachrunnisa, S.E., M.Si., Ph.D., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung Semarang.
2. Dr. Dra Hj. Winarsih, M.Si selaku ketua Program Studi Akuntansi Universitas Islam Sultan Agung Semarang.
3. Ibu Dr. Hj. Indri Kartika, SE., M.Si., Ak., CA selaku dosen pembimbing yang telah membimbing penulis dalam penyusunan skripsi.
4. Bapak dan Ibu Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung Semarang yang telah memberikan ilmu dan pengetahuan yang bermanfaat serta kelancaran selama duduk di bangku perkuliahan.
5. Terima kasih Bapak Suhirman,Sp dan Sri Mulyani,Sp selaku orang tua penulis serta adikku Alfachrozy Satriya Hirmansyah yang telah memberikan dukungan moral dan materiil serta semangat yang telah diberikan.
6. Seluruh Staf Pengelola Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung Semarang cabang Seroja yang senantiasa memberikan pelayanan yang baik selama ini.
7. Seluruh teman S1 Akuntansi kelas transfer Diploma III angkatan 2020 semester gasal yang telah menjadi pendorong dalam menyelesaikan penulisan skripsi.

8. Seluruh teman, kerabat, sahabat serta orang tersayang yang sudah memberikan bantuan dukungannya.
9. Serta semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu yang telah membantu dalam penulisan skripsi.

Disadari bahwa dalam penulisan skripsi ini masih banyak kekurangan, untuk itu disampaikan permohonan maaf apabila dalam penulisan skripsi ini masih terdapat banyak kesalahan yang ditemukan, mengingat keterbatasan pengetahuan. Semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan.

Semarang, 3 Juni 2022


Elza Bella Muslichha Devi



DAFTAR ISI

PENGESAHAN SKRIPSI	ii
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	iv
ABSTRAK	v
<i>ABSTRACT</i>	vi
INTISARI.....	vii
KATA PENGANTAR.....	ix
DAFTAR ISI	xi
DAFTAR TABEL.....	xv
DAFTAR GAMBAR	xvi
DAFTAR LAMPIRAN	xvii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Rumusan Masalah	8
1.3. Tujuan Penelitian	9
1.4. Manfaat Penelitian	10
1.4.1. Manfaat Teoritis	10
1.4.2. Manfaat Praktisi.....	10
BAB II KAJIAN PUSTAKA	11
2.1. Kajian Teori	11
2.1.1. Agency Theory	11
2.1.2. Signaling Theory	13
2.1.3. <i>Corporate Governance</i>	14
2.1.4. Sukuk	20
2.1.5. Peringkat Sukuk.....	29

2.1.6.	Reaksi Pasar.....	33
2.2.	Penelitian Terdahulu	39
2.3.	Pengembangan Hipotesis	45
2.3.1	Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap peringkat sukuk	45
2.3.2	Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap reaksi pasar	45
2.3.3	Pengaruh peringkat sukuk terhadap reaksi pasar.....	46
2.3.4	Peringkat sukuk merupakan variabel intervening hubungan antara <i>Corporate Governance</i> dengan reaksi pasar.....	47
2.4.	Kerangka Pemikiran.....	48
BAB III METODE PENELITIAN.....		50
3.1.	Jenis Penelitian.....	50
3.2.	Populasi dan Sampel	50
3.3.	Sumber dan Jenis Data	51
3.4.	Metode Pengumpulan Data	51
3.5.	Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	51
3.5.1.	Variabel Independen.....	51
3.5.2.	Variabel Dependen	52
3.5.3.	Variabel Intervening	54
3.6.	Teknik Analisis Data.....	54
3.6.1.	Analisis Statistik Deskriptif	55
3.6.2.	Uji Asumsi Klasik	55
3.6.2.1.	Uji Normalitas	55
3.6.2.2.	Uji Multikolinieritas	56
3.6.2.3.	Uji Autokorelasi	56
3.6.2.4.	Uji Heteroskedasitas	57
3.6.3.	Model Penelitian	57
3.6.4.	Pengujian Hipotesis.....	58

3.6.4.1. Uji Kelayakan Model Regresi (Uji Statistik F)	58
3.6.4.2. Uji Koefisien Determinasi (R^2)	59
3.6.4.3. Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)	59
3.6.4.4. Metode Analisis Jalur (<i>Path Analysis</i>)	60
BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN	61
4.1. Gambaran Umum Objek Penelitian	61
4.2. Hasil Uji Instrumen Penelitian	66
4.2.1. Analisis Statistik Deskriptif	66
4.2.2. Uji Asumsi Klasik	68
4.2.2.1. Hasil Uji Normalitas	68
4.2.2.2. Hasil Uji Multikolinieritas	72
4.2.2.3. Hasil Uji Autokorelasi	73
4.2.2.4. Hasil Uji Heteroskedastisitas	74
4.3. Hasil Pengujian Hipotesis	77
4.3.1. Hasil Uji Statistik F	77
4.3.2. Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)	79
4.3.3. Hasil Uji Statistik t	80
4.3.4. Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung	82
4.4. Pembahasan	84
BAB V PENUTUP	88
5.1. Kesimpulan	88
5.2. Keterbatasan Penelitian	89
5.3. Saran	89
DAFTAR PUSTAKA	91
LAMPIRAN	95

DAFTAR TABEL

Tabel 1.	Perbedaan Sukuk dan Obligasi Syariah	22
Tabel 2.	Interpretasi Rating PT	32
Tabel 3.	Penelitian Terdahulu	39
Tabel 4.	Skor Peringkat Sukuk	54
Tabel 5.	Rincian Perolehan Sampel Penelitian	62
Tabel 6.	Sampel Data Penelitian	62
Tabel 7.	Hasil Analisis Deskriptif	67
Tabel 8.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	71
Tabel 9.	Hasil Uji Multikolinieritas	72
Tabel 10.	Autokorelasi dengan Durbin Watson Test	73
Tabel 11.	Uji Heteroskedastisitas dengan Glejser Test Model Persamaan 1	76
Tabel 12.	Uji Heteroskedastisitas dengan Glejser Test Model Persamaan 2	76
Tabel 13.	Hasil Uji F Model Persamaan 1	78
Tabel 14.	Hasil Uji F Model Persamaan 2	78
Tabel 15.	Hasil Uji Koefisien Determinasi Model Persamaan 1	79
Tabel 16.	Hasil Uji Koefisien Determinasi Model Persamaan 2	80
Tabel 17.	Hasil Uji Statistik t Model Persamaan 1	81
Tabel 18.	Hasil Uji Statistik t Model Persamaan 2	81

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.	Top 15 Global Islamic Economy Indicator Score 2020/2020	1
Gambar 2.	Top 15 Global Islamic Economy Indicator Score 2018/2020	2
Gambar 3.	Data statistik penerbitan sukuk dan sukuk outstanding di Indonesia (Sumber OJK).....	3
Gambar 4.	Sistem Corporate Governance (Sumber:IFCG).....	17
Gambar 5.	Model Skim Sukuk Ijarah (Wahid,2010).....	23
Gambar 6.	Model Skim Sukuk Mudharabah (Wahid,2010).....	24
Gambar 7.	Model Skim Sukuk Istishna' atau Murabahah (Wahid, 2010)	26
Gambar 8.	Kerangka Teoritik Peran Sukuk Sebagai Variabel Intervening Pengaruh Corporate Governance terhadap Reaksi Pasar.....	49
Gambar 9.	Grafik Histogram Model Persamaan 1	69
Gambar 10.	Grafik Histogram Model Persamaan 2	70
Gambar 11.	Grafik normal probability plot Model Persamaan 1	70
Gambar 12.	Grafik normal probability plot Model Persamaan 2	71
Gambar 13.	Grafik Scatterplot Model Persamaan 1	75
Gambar 14.	Grafik Scatterplot Model Persamaan 2.....	75
Gambar 15.	Hubungan antar variabel.....	83

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Sampel Penelitian.....	99
Lampiran 2. Indeks Pengungkapan Corporate Governance dan Penskorannya	108
Lampiran 3. Hasil Tabulasi	115
Lampiran 4. Hasil Perhitungan Statistik Deskriptif.....	116
Lampiran 5. Uji Normalitas dengan Kolmogorov-Smirnov Test Model Persamaan 1.....	116
Lampiran 6. Histogram Kolmogorov-Smirnov Test Model Persamaan 1..	117
Lampiran 7. Grafik Normal P-Plot Model Persamaan 1	117
Lampiran 8. Uji Heteroskedastitas dengan Glejser Test Model Persamaan 1	118
Lampiran 9. Grafik Scatterplot Model Persamaan 1	118
Lampiran 10. Uji Autokorelasi dengan Durbin Watson Test Model Persamaan 1	118
Lampiran 11. Uji Normalitas dengan Kolmogorov-Smirnov Test Model Persamaan 2	119
Lampiran 12. Histogram Kolmogorov-Smirnov Test Model Persamaan 2	119
Lampiran 13. Grafik Normal P-Plot Model Persamaan 2	120
Lampiran 14. Uji Multikolinieritas dengan melihat nilai Tolerance dan VIF Model Persamaan 2	120
Lampiran 15. Uji Heteroskedastitas dengan Glejser Test Model Persamaan 2.....	121
Lampiran 16. Grafik Scatterplot Model Persamaan 2	121

Lampiran 17. Uji Autokorelasi dengan Durbin Watson Test Model	
Persamaan 2	122
Lampiran 18. Hasil Uji F Model Persamaan 1	122
Lampiran 19. Hasil Uji t Model Persamaan 1	122
Lampiran 20. Hasil Koefisien Determinasi (R^2) Model Persamaan 1..	123
Lampiran 21. Hasil Uji F Model Persamaan 2	123
Lampiran 22. Hasil Uji t Model Persamaan 2	123
Lampiran 23. Hasil Koefisien Determinasi (R^2) Model Persamaan 2 .	124

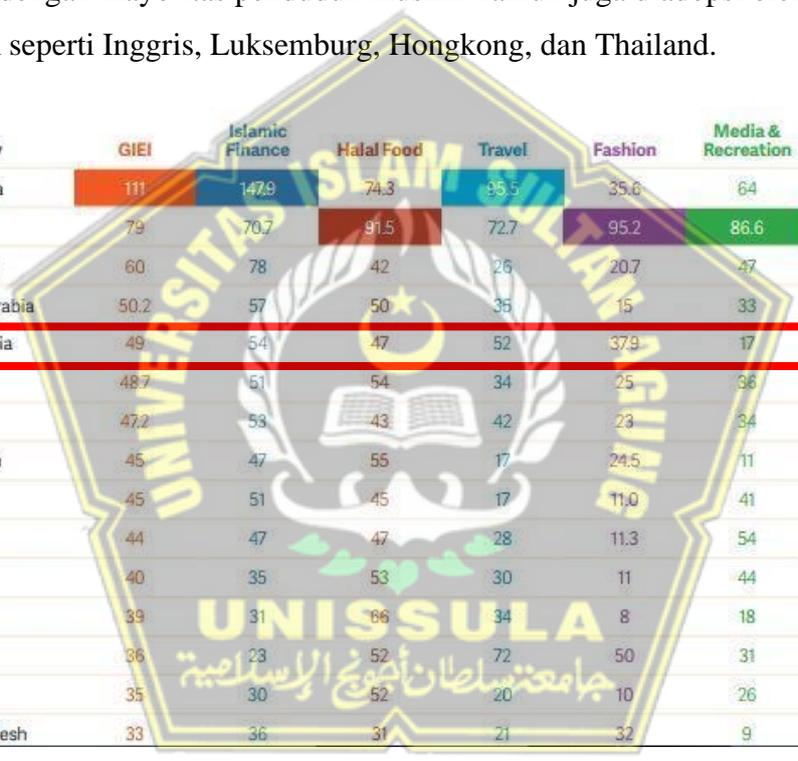


BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Perkembangan ekonomi syariah terus mengalami peningkatan dalam beberapa dekade terakhir. Hal ini dibuktikan dengan semakin banyaknya negara yang mengadopsi sistem ekonomi syariah. Sistem ini tidak hanya diadopsi oleh negara dengan mayoritas penduduk muslim namun juga diadopsi oleh negara non-muslim seperti Inggris, Luksemburg, Hongkong, dan Thailand.



Country	GIEI	Islamic Finance	Halal Food	Travel	Fashion	Media & Recreation	Pharma & Cosmetics
Malaysia	111	147.9	74.3	95.5	35.6	64	60.6
UAE	79	70.7	91.5	72.7	95.2	86.6	81.3
Bahrain	60	78	42	26	20.7	47	51
Saudi Arabia	50.2	57	50	36	15	33	45
Indonesia	49	54	47	52	37.9	17	42
Oman	48.7	51	54	34	25	36	45
Jordan	47.2	53	43	42	23	34	58
Pakistan	45	47	55	17	24.5	11	45
Kuwait	45	51	45	17	11.0	41	45
Qatar	44	47	47	28	11.3	54	43
Brunei	40	35	53	30	11	44	49
Sudan	39	31	66	34	8	18	36
Turkey	36	23	52	72	50	31	48
Iran	35	30	52	20	10	26	52
Bangladesh	33	36	31	21	32	9	33

Gambar 1. Top 15 Global Islamic Economy Indicator Score 2020/2020

Dalam laporan *State of The Global Economy Report 2020/2020* yang dikeluarkan oleh *Dubai Islamic Economy Development Center (DIEDC)* menunjukkan bahwa Indonesia menempati peringkat ke-5 pada *Global Islamic Economy Indicator (GIE)*. Peringkat tersebut menunjukkan penerapan indikator ekonomi syariah yang telah diterapkan perusahaan-perusahaan di sebuah negara.

TOP 15 COUNTRIES	GIE Indicator Score	Halal Food	Islamic Finance	Halal Travel	Modest Fashion	Halal Media and Recreation	Halal Pharmaceuticals and Cosmetics
Malaysia	127	81	173	92	33	51	96
UAE	89	91	83	97	106	109	104
Bahrain	65	45	86	20	19	44	45
Saudi Arabia	54	48	64	34	16	33	47
Oman	51	62	52	28	25	28	43
Jordan	49	60	49	35	23	25	58
Qatar	49	49	55	27	12	63	35
Pakistan	49	58	63	15	22	9	56
Kuwait	46	42	57	12	12	30	34
Indonesia	45	48	46	65	34	16	44
Brunei	45	58	43	26	12	37	57
Sudan	37	55	34	29	8	11	21
Iran	34	36	37	19	11	22	37
Bangladesh	32	35	33	19	28	7	34
Turkey	31	44	21	71	32	25	41

Gambar 2. Top 15 Global Islamic Economy Indicator Score 2018/2020

Peringkat Indonesia dalam *Global Islamic Economy Indicator (GIE)* mengalami peningkatan dari tahun 2017, dimana Indonesia berada di posisi ke-10. Data tersebut mengindikasikan bahwa Indonesia terus melakukan berbagai kebijakan dan inovasi dalam sistem ekonomi syariah. Salah satu usaha pemerintahan Indonesia dalam pengembangan ekonomi syariah adalah menerbitkannya aturan-aturan yang membahas tentang penerapan ekonomi syariah di dalam sektor keuangan. Seperti Undang-undang Nomor 3 Tahun 2006 yang memberikan kewenangan bagi Pengadilan Agama untuk menangani perkara sengketa terkait ekonomi syariah. Selain itu, dengan diundangkannya Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Negara Syariah dan Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2008 tentang Perbankan Syariah akan semakin memperkuat landasan hukum ekonomi syariah di Indonesia.

Dengan diterbitkannya peraturan mengenai ekonomi syariah, perusahaan di Indonesia mulai menerbitkan produk-produk syariah, pembiayaan syariah seperti sukuk negara dan sukuk korporasi. Pada bulan September tahun 2002, PT. Indonesian Satellite Corporation (Indosat) menerbitkan sukuk korporasi pertama

kali di Indonesia dengan nilai Rp. 175 Milliar. Setelah penerbitan tersebut masyarakat mulai mengenal sukuk dan perusahaan lain juga mulai menerbitkan sukuk dalam pengembangan usahanya. Dari tahun ke tahun perkembangan investasi berbasis sukuk mengalami perkembangan yang cukup pesat dikarenakan investasi ini berpedoman pada syariat-syariat islam.



Gambar 3. Data statistik penerbitan sukuk dan sukuk outstanding di Indonesia
(Sumber OJK)

Dari data statistik penerbitan sukuk dan sukuk outstanding di Indonesia yang dikeluarkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) pada bulan Juni 2020 dapat dilihat bahwa akumulasi jumlah penerbitan sukuk sebesar Rp 245 Trilliun dengan

jumlah sukuk *outstanding* sebesar Rp 145 Triliun, jumlah tersebut mengalami peningkatan yang signifikan dibanding dengan penerbitan pertama yang dilakukan oleh PT. Indonesian Satellite Corporation (Indosat) pada September tahun 2002 yang hanya sebesar Rp 175 Miliar. Data tersebut menunjukkan bahwa minat masyarakat pada instrumen keuangan syariah terutama sukuk mengalami peningkatan yang signifikan.

Penerbitan sukuk dapat dilakukan melalui pasar modal. Investor dalam melakukan pengambilan keputusan membutuhkan informasi, baik informasi yang tersedia lewat publik maupun informasi privat. Informasi publik dapat investor peroleh lewat pasar modal. Informasi yang didapatkan oleh investor dapat menjadi bernilai ketika investor melakukan transaksi di pasar modal, yang dicerminkan lewat reaksi pasar berupa perubahan harga saham, volume perdagangan, dan indikator maupun dari karakteristik pasar lainnya. Informasi juga diperoleh melalui sinyal dari manajemen perusahaan berupa laporan keuangan. Peringkat sukuk juga menjadi salah satu informasi yang dimanfaatkan oleh investor dalam mengambil keputusan dalam investasi pada sukuk. Peringkat sukuk memberikan gambaran tentang kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban membayar pokok dan bunga secara tepat waktu dengan jumlah yang sesuai. Peringkat sukuk diberikan oleh lembaga pemeringkat independen dengan membandingkan perusahaan dan industri melalui *analytical process* untuk mereview informasi yang disediakan oleh perusahaan (Setyaningrum, 2005). Agen pemeringkat yang keberadaannya diakui di Indonesia adalah PT Pemeringkat Efek Indonesia atau PEFINDO dan FITCH. Sebagian besar perusahaan di Indonesia menggunakan jasa PT PEFINDO dan FITCH dalam memberikan peringkat produk investasi yang dikeluarkan perusahaan. Maka dalam penelitian ini akan menggunakan peringkat sukuk yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO dan FITCH dengan harapan sampel penelitian ini mampu mewakili sebagian besar sukuk yang diterbitkan di Indonesia. Peringkat sukuk dibagi dalam beberapa klasifikasi, jika peringkat sukuk tinggi berarti risiko sukuk tersebut rendah begitu pula sebaliknya, jika peringkat sukuk lebih rendah maka risiko akan semakin besar. Hal ini menjadi pertimbangan penting para

investor untuk memilih sukuk mana yang seharusnya dipilih.

Berbagai jenis informasi tersebut akan digunakan oleh investor untuk menilai besar risiko gagal bayar yang dapat timbul karena dalam berinvestasi investor akan cenderung menghindari memilih investasi yang mempunyai risiko gagal bayar yang besar. Dalam menekan risiko gagal bayar perusahaan dapat menerapkan mekanisme *Corporate Governance*. Menurut *Forum for Corporate Governance in Indonesia/FCGI* (2001) *Corporate Governance* merupakan seperangkat aturan dan regulasi yang mengatur hak dan kewajiban antara pemangku kepentingan, kreditor, pemerintah, pegawai, pemangku kepentingan internal dan eksternal lainnya, atau dengan kata lain sistem untuk mengarahkan serta mengendalikan perusahaan. *Corporate Governance* dapat membantu dalam membangun lingkungan yang dapat dipercaya, transparansi dan akuntabilitas yang diperlukan dalam mendorong investasi jangka panjang, stabilitas keuangan dan integritas bisnis sehingga dapat mendukung pertumbuhan perusahaan untuk menjadi lebih baik (OECD).

Penelitian yang dilakukan Prafitri and Aryani pada 2020 tentang pengaruh *Corporate Governance* terhadap peringkat sukuk perusahaan menunjukkan hasil bahwa komponen *Corporate Governance* berupa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap peringkat sukuk perusahaan. Sedangkan komponen dewan independensi komisaris, komite audit, dan kualitas audit tidak berpengaruh pada peringkat sukuk perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Elhaj et al pada tahun 2015 tentang pengaruh *Corporate Governance*, rasio keuangan, dan struktur sukuk terhadap peringkat sukuk menunjukkan hasil ukuran dewan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap tata kelola perusahaan dalam kaitannya dengan peringkat sukuk. Studi ini juga menunjukkan leverage secara negatif mempengaruhi kinerja keuangan dengan hubungan peringkat sukuk. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa sukuk ijarah berhubungan positif dengan struktur sukuk dengan hubungan peringkat sukuk.

Penelitian terkait pengaruh *Corporate Governance* terhadap peringkat surat

utang yang telah dilakukan oleh Setyaningrum (2005) mendapatkan hasil persentase kepemilikan saham oleh investor institusional berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang perusahaan, KAP dan Komite audit memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan, persentase saham yang dimiliki oleh dewan direksi dan komisaris tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan dan variabel terakhir yaitu struktur dewan komisaris tidak terbukti memberikan pengaruh yang signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan di Indonesia. Penelitian yang dilakukan oleh Setyaningrum sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh M. A. Elhaj et al. (2018) bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap peringkat sukuk, dan dalam penelitian ini juga menggunakan variabel independen lain berupa independensi dewan dan ukuran dewan dimana kedua variabel tersebut juga memiliki pengaruh positif terhadap peringkat sukuk. Namun penelitian yang dilakukan oleh Irfandi dan Wasilah pada 2013 menyatakan bahwa kepemilikan institusional, kepemilikan majerial, ukuran dewan, dan struktur dewan tidak berpengaruh terhadap rating sukuk, sedangkan komite audit mempengaruhi secara signifikan pada rating sukuk perusahaan.

Pengumuman peringkat sukuk dapat mempengaruhi investor untuk segera mengambil keputusan untuk melakukan transaksi di pasar modal. Jika peringkat sukuk yang diumumkan memiliki *grade* tinggi maka investor akan membeli sukuk tersebut namun jika *grade* yang diumumkan rendah maka investor cenderung akan menjual sukuk tersebut untuk menghindari risiko gagal bayar. Kegiatan yang dilakukan investor di pasar modal akan menunjukkan reaksi pasar yang akan terbentuk. Reaksi pasar dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai perubahan nilai harga atau dapat menggunakan *abnormal return*. Harga dapat terbentuk melalui transaksi yang dilakukan investor. Pembentukan harga terjadi karena permintaan investasi sukuk pada pasar modal. Perubahan harga tersebut dapat digunakan sebagai alat ukur untuk mencari *return* yang akan didapatkan oleh investor. Pada tahun 2020, Iskandar dan Ridwan meneliti pengaruh penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar dengan hasil penelitian nilai penerbitan sukuk dan

rating penerbitan sukuk secara bersama-sama berpengaruh terhadap reaksi pasar yang diproksikan dengan return saham. Dan penelitian yang dilakukan oleh Noviana dan Solovida pada tahun 2018 menunjukkan peringkat sukuk berpengaruh negatif terhadap sukuk yield. Berkebalikan dengan kedua penelitian tersebut dimana peringkat sukuk berpengaruh terhadap reaksi pasar, penelitian yang dilakukan oleh Savitri pada 2015 menyatakan bahwa peringkat sukuk tidak memiliki pengaruh terhadap reaksi pasar.

Dari penjelasan yang telah dijabarkan diatas dapat diambil kesimpulan bahwa *Corporate Governance* mempengaruhi peringkat sukuk dan peringkat sukuk juga mempengaruhi reaksi pasar. Dari pernyataan tersebut menunjukkan bahwa peringkat sukuk menjadi mediator antara hubungan *Corporate Governance* dengan reaksi pasar. Hal ini juga menunjukkan bahwa terdapat pengaruh tidak langsung *Corporate Governance* terhadap reaksi pasar. Penelitian terkait pengaruh *Corporate Governance* terhadap reaksi pasar yang dilakukan oleh Bayu pada tahun 2013 mendapatkan hasil bahwa mekanisme *Corporate Governance* melalui prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap reaksi pasar yang diproksikan dengan harga saham. Berkebalikan dengan hasil penelitian Bayu, penelitian yang dilakukan oleh Nurdina dan Suhardiyah pada tahun 2017 dengan judul penelitian “Analisis *Good Corporate Governance* terhadap reaksi pasar pada perusahaan pertambangan logam dan mineral lainnya yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia” mendapatkan hasil bahwa *Good Corporate Governance* yang diproksikan dengan variabel dewan komisaris independen, kepemilikan institusional, dewan direksi, dan komite audit tidak mempunyai pengaruh terhadap reaksi pasar. Penelitian Nurdina dan Suhardiyah tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Arsani dan Asyik pada tahun 2015 juga mendapatkan hasil bahwa *Good Corporate Governance* dengan pengukuran melalui variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kualitas audit tidak memiliki pengaruh terhadap reaksi pasar, namun variabel komisaris independen menunjukkan pengaruh terhadap reaksi pasar.

Dari penelitian yang telah dilakukan sebelumnya masih belum terdapat penelitian yang menganalisis hubungan antara *Corporate Governance*, peringkat sukuk, dan reaksi pasar padahal dari penjelasan sebelumnya menunjukkan adanya hubungan antara ketiga variabel tersebut. Maka dari itu penulis akan mengambil judul skripsi “Peran Peringkat Sukuk Sebagai Variabel Intervening Dalam Hubungan *Corporate Governance* Dengan Reaksi Pasar Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2016-2020”

1.2. Rumusan Masalah

Investor perlu mengetahui informasi tentang kinerja keuangan perusahaan yang menerbitkan sukuk untuk membantu dalam pengambilan keputusan. Kinerja keuangan perusahaan tercermin dalam laporan keuangan tahunan. Namun laporan keuangan yang dibuat oleh manajemen perusahaan perlu diuji kualitasnya agar informasi yang diberikan tidak menyesatkan investor. Perusahaan perlu menerapkan *Corporate Governance* untuk menjaga prinsip *transparency*, *accountability*, *responsibility*, *independence*, dan *fairness* untuk menghindari manajemen melakukan kecurangan dalam penyusunan laporan keuangan. Peringkat sukuk yang diberikan oleh lembaga pemeringkat juga dapat menjadi pedoman investor dalam memilih investasi sukuk.

Pengumuman peringkat sukuk oleh perusahaan akan memberikan dampak pada reaksi pasar berupa perubahan harga saham dan volume perdagangan karena transaksi yang dilakukan oleh investor. Penelitian terdahulu berkaitan dengan pengaruh *Corporate Governance* terhadap peringkat sukuk (Prafitri dan Aryani, 2020; Elhaj et al, 2015; Irfandi dan Wasilah, 2013; Setyaningrum, 2005), penelitian *Corporate Governance* terhadap reaksi pasar (Klapper dan Love, 2003; Black, 2001; Bayu, 2013; Arsani dan Asyik, 2015; Suhardiyah, 2017), serta penelitian pengaruh peringkat sukuk terhadap reaksi pasar (Iskandar dan Ridwan, 2020; Savitri, 2015, Godlewski et al, 2015) sudah pernah dilakukan. Namun penelitian tersebut masih belum menunjukkan hasil yang konsisten. Dan sampai saat ini belum terdapat penelitian yang mengkaji peran peringkat sukuk sebagai

variabel intervening dalam hubungan *Corporate Governance* dengan reaksi pasar, padahal ditinjau dari penelitian yang telah dilakukan sebelumnya terdapat hubungan antara 3 variabel tersebut.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan diatas, maka rumusan masalah pada penelitian ini sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh *Corporate Governance* terhadap peringkat sukuk pada perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2016-2020?
2. Bagaimana pengaruh *Corporate Governance* terhadap reaksi pasar pada perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2016-2020?
3. Bagaimana pengaruh peringkat sukuk terhadap reaksi pasar pada perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2016-2020?
4. Apakah peringkat sukuk merupakan variabel intervening hubungan antara *Corporate Governance* dengan reaksi pasar?

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk memberikan bukti empiris tentang:

1. Pengaruh *Corporate Governance* terhadap peringkat sukuk pada perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2016-2020.
2. Pengaruh *Corporate Governance* terhadap reaksi pasar pada perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2016-2020
3. Pengaruh peringkat sukuk terhadap reaksi pasar pada perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2016-2020.
4. Peringkat sukuk merupakan variabel intervening hubungan antara *Corporate Governance* dengan reaksi pasar.

1.4. Manfaat Penelitian

1.4.1. Manfaat Teoritis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan memberikan bukti pengetahuan baru dalam bidang akuntansi, terutama dalam hal yang berkaitan dengan pemahaman mengenai hubungan *Corporate Governance*, peringkat sukuk, dan reaksi pasar.

1.4.2. Manfaat Praktisi

Penelitian ini dapat berguna bagi perusahaan dalam menambah referensi informasi mengenai penerapan *Corporate Governance*, serta membantu memprediksi reaksi pasar melalui penerapan *Corporate Governance* dan peringkat sukuk. Diharapkan hasil penelitian ini juga dapat memberikan pertimbangan bagi investor dalam pengambilan keputusan sebelum melakukan investasi terutama dalam investasi sukuk.



BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Kajian Teori

2.1.1. Agency Theory

Agency theory menurut William R Scott (2015) merupakan cabang dari *game theory* yang mempelajari hubungan atau kontrak antara *principal* dan *agent*. *Principal* merupakan orang yang mempunyai modal atau *stakeholder* dan mempekerjakan *agent* untuk melakukan tugas atas kepentingan *principal*, sedangkan *agent* merupakan orang yang dipekerjakan oleh *principal* untuk menjalankan delegasi wewenang dalam pengambilan keputusan atas nama *principal* atau dapat disebut pihak manajemen.

Dalam kontrak yang dibuat oleh *principal* dan *agent* terdapat sebuah imbal balik berupa gaji dan tunjangan kepada manajemen jika kinerja yang dilakukan dapat menguntungkan perusahaan yang dapat diukur melalui laba yang disajikan dalam laporan keuangan. Pihak manajemen seharusnya melaksanakan tugas sesuai dengan perintah pemegang saham namun terkadang manajemen memiliki kepentingan sendiri untuk memenuhi kebutuhan ekonomi dan psikologisnya, karena hal ini manajemen dapat melakukan kecurangan dengan memanfaatkan akuntansi sebagai alat untuk merekayasa laporan keuangan agar kinerja manajemen dianggap baik oleh pemegang saham. Perbedaan kepentingan ini dapat menimbulkan *agency problem* dimana menurut Jensen dan Meckling (1976) *agency problem* dapat menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*) yang dapat merugikan *principal*. Biaya keagenan terdiri dari 3 jenis (Jensen dan Meckling, 1976) yaitu biaya yang dikeluarkan untuk mengawasi aktivitas manajemen seperti biaya audit, biaya yang dikeluarkan untuk membatasi tindakan manajemen seperti biaya penunjukan anggota dari luar untuk dijadikan dewan direksi, dan biaya peluang atau *opportunity cost* ketika suara pemegang saham dibatasi.

Dalam hal keagenan, pihak manajemen lebih mempunyai banyak informasi mengenai lingkungan kerja dan kegiatan perusahaan secara keseluruhan dibanding pemegang saham. Karena perbedaan informasi yang dimiliki oleh *principal* dan *agent* ini dapat mengakibatkan adanya asimetris informasi. Asimetri informasi inilah yang dimanfaatkan oleh pihak manajemen dalam menutupi kecurangan yang telah dibuat. Menurut Eisenhardt (1989) terdapat 3 asumsi dalam *agency theory* yaitu :

1. Asumsi tentang sifat manusia

Asumsi ini menekankan bahwa manusia memiliki sifat untuk mementingkan diri sendiri (*self interest*), memiliki keterbatasan dalam rasionalitas (*bounded rationality*), dan cenderung tidak menyukai risiko (*risk aversion*).

2. Asumsi tentang keorganisasian

Asumsi ini berupa kemungkinan adanya konflik antar anggota dan adanya asimetri informasi antara *principal* dan *agent*.

3. Asumsi tentang informasi

Dalam asumsi ini informasi dipandang sebagai komoditi yang dapat diperjualbelikan, karena dengan sebuah informasi seseorang mampu mengendalikan orang lain dalam melakukan kegiatan perusahaan.

Penerapan prinsip *corporate governance* diharapkan dapat mencegah terjadinya kecurangan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan. Menurut Anugerah (2014) *corporate governance* mempunyai 7 fungsi yaitu fungsi pengawasan, fungsi pemantauan, fungsi internal audit, fungsi eksternal audit, fungsi manajerial, serta fungsi hukum dan penasihat keuangan. Dengan keberadaan komite audit di sebuah perusahaan dapat mencegah terjadinya *fraud* karena komite audit mempunyai tugas dalam tatakelola perusahaan, bidang laporan keuangan, pengawasan perusahaan yang akan membantu pemegang saham dalam mengendalikan manajemen. Dengan penerapan *Corporate Governance* juga membantu pencegahan *fraud* lebih efektif karena setiap prinsip dari *Corporate*

Governance dapat membantu dalam pengelolaan perusahaan dan membantu perusahaan dalam mencapai tujuannya.

Dengan penerapan *Corporate Governance* maka perusahaan dapat menekan *agency cost* yang mungkin timbul sehingga risiko gagal bayar atas kewajiban yang dimiliki perusahaan akan rendah. Rendahnya risiko gagal bayar tersebut juga dapat berdampak terhadap peringkat sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan, karena hal tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai tata kelola perusahaan yang baik dan investor akan lebih memilih untuk menginvestasikan uangnya ke perusahaan tersebut.

2.1.2. Signaling Theory

Menurut Suwardjono (2005) *signaling theory* merupakan sinyal berupa informasi yang diberikan oleh manajemen kepada investor untuk menjadi bahan pertimbangan dan menentukan apakah investor akan menanamkan modal pada perusahaan tersebut atau tidak. Sinyal merupakan sebuah tindakan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan untuk memberikan petunjuk kepada investor tentang prospek perusahaan di masa depan (Besley dan Brigham, 2008). Sebuah informasi dapat menjadi berharga jika berisi kejadian atau pesan yang dapat memicu tindakan investor untuk melakukan transaksi di pasar saham yang direfleksikan dengan perubahan harga saham dan volume perdagangan (Suwardjono, 2005). Perubahan harga saham dan volume perdagangan tersebut dapat mencerminkan reaksi pasar yang akan terbentuk.

Signaling theory menekankan pada pentingnya manfaat yang didapatkan dari sebuah informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan pihak luar dalam melakukan investasi. Informasi harus lengkap, relevan, akurat, dan tepat waktu agar dapat dipakai sebagai alat analisis dalam pengambilan keputusan. Maka dari itu diperlukan penerapan mekanisme *Corporate Governance* agar informasi yang dihasilkan dapat dipercaya. Informasi dapat menyajikan keterangan, catatan, maupun gambaran baik dimasa lalu, masa sekarang, maupun masa yang akan datang tentang keberlangsungan (*going concern*) sebuah perusahaan dan reaksi

pasar yang terjadi. Dari informasi berupa reaksi pasar yang terjadi perusahaan maupun investor dapat lebih baik dalam melakukan perencanaan.

2.1.3. *Corporate Governance*

Banyaknya kasus kehancuran yang menimpa perusahaan di dunia menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan atau *good corporate governance* belum diterapkan dengan baik. Salah satu masalah mengenai *good corporate governance* adalah pihak manajemen (*agent*) tidak transparan untuk memberikan informasi terkait perusahaan. Selain meminimalisir *fraud* penerapan *good corporate governance* juga penting untuk dilakukan perusahaan agar mampu bertahan dalam persaingan global. Demikian juga investor akan lebih tertarik menanamkan modalnya ke perusahaan yang mempunyai tata kelola yang baik.

Tujuan dari *good corporate governance* adalah untuk menciptakan nilai tambah (*value added*) bagi para pemegang saham dan perusahaan. *Good corporate governance* juga dapat meningkatkan kinerja perusahaan serta mengurangi risiko terjadinya pengambilan keputusan yang memihak satu pihak dan dapat merugikan perusahaan (Nasrum dan Andi, 2018). *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) mendeskripsikan *good corporate governance* sebagai sistem yang dipergunakan perusahaan untuk mengarahkan dan mengendalikan kegiatan bisnisnya serta mengatur pembagian tugas, hak, dan kewajiban para pemegang saham, Dewan Pengurus, Para Manajer, dan semua anggota non pemegang saham. Menurut Cadbury Committee of United Kingdom (1922) *good corporate governance* merupakan seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara manajemen, pemegang saham, kreditur, pemerintah, karyawan, serta pemegang kepentingan lainnya yang bertujuan untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan. Berdasarkan pengertian diatas dapat disimpulkan bahwa pada dasarnya *good corporate governance* merupakan sistem, proses, dan seperangkat peraturan yang mengatur hubungan pemegang saham, dewan komisaris, dan dewan direksi atau hubungan antara *pricipal* dan *agent* yang digunakan untuk mencapai tujuan perusahaan.

Menurut OECD ada empat unsur penting dalam *corporate governance*, yaitu:

1. *Fairness* (Keadilan)
Unsur ini akan melindungi hak-hak para pemegang saham, baik pemegang saham minoritas dan pemegang saham asing, serta menjamin terlaksananya komitmen yang telah dibuat dengan investor.
2. *Transparency* (Transparansi)
Manajemen dituntut untuk menyajikan informasi yang jelas, lengkap, dan tepat waktu yang dapat menjelaskan kondisi keuangan, pengelolaan, dan kepemilikan perusahaan.
3. *Accountability* (Akuntabilitas)
Laporan yang dihasilkan oleh manajemen dapat dipertanggungjawabkan untuk mendukung usaha manajemen dan menjamin kepentingan pemegang saham dengan diawasi oleh Dewan Komisaris.
4. *Responsibility* (Pertanggungjawaban)
Perusahaan harus memastikan menaati aturan yang berlaku sebagai cerminan kepada kepatuhan nilai-nilai sosial.

Forum *Corporate Governance* Indonesia (FCGI) pada 2000 mengeluarkan seri tata kelola perusahaan yang bertujuan mensosialisasikan dan meningkatkan penerapan *corporate governance* di Indonesia. Manfaat akan penerapan *corporate governance* menurut FCGI adalah sebagai berikut:

1. Meningkatkan kinerja perusahaan untuk mengambil keputusan lebih baik. Baik berupa peningkatan efektivitas dan efisiensi operasional serta meningkatkan pemenuhan hak pemegang saham (*stakeholder*).
2. Meningkatkan nilai perusahaan melalui perolehan dana yang lebih murah.
3. Meningkatkan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya ke perusahaan.

4. Meningkatkan *shareholder value* dan deviden karena pemegang saham yang merasa puas akan kinerja perusahaan.

Dalam pelaksanaan *corporate governance* harus sesuai dengan prinsip yang berlaku secara international. Prinsip-prinsip *Corporate Governance* dari OECD menyangkut hal-hal sebagai berikut:

1. Hak-hak para pemegang saham. Pemegang saham berhak untuk mendapatkan informasi yang lengkap, jelas, dan tepat waktu mengenai kondisi keuangan dan kinerja perusahaan, hak untuk ikut dalam pengambilan keputusan, dan hak untuk memperoleh keuntungan yang dihasilkan oleh perusahaan.
2. Perlakuan yang sama terhadap pemegang saham. Perusahaan dilarang untuk melakukan pembagian hanya untuk pihak internal dan melakukan perdagangan saham kepada orang dalam atau *insider trading*.
3. Peranan semua pihak yang berkepentingan (*stakeholders*) dalam *Corporate Governance*. Dibutuhkan kerjasama yang aktif antar pemegang kepentingan untuk menciptakan kondisi keuangan perusahaan yang sehat, kesejahteraan, dan lapangan kerja untuk membantu pemerintah dalam menanggulangi pengangguran.
4. Transparansi dan penjelasan. Perusahaan harus menyebarkan informasi dan penjelasan kepada para pemegang saham mengenai kondisi keuangan, kepemilikan, dan kinerja perusahaan dengan memperhatikan kerahasiaan perusahaan.
5. Peranan Dewan Komisaris. Dewan Komisaris bertugas mengawasi kegiatan manajemen serta mempertanggung jawabkan kepada perusahaan dan pemegang saham.

Dalam *good corporate governance* semua pihak berpartisipasi dalam penentuan arah dan pengawasan perusahaan. Aturan tertinggi berada pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Di RUPS pemegang saham mempunyai hak dalam mewakili pengambilan keputusan mendasar seperti pembagian keuntungan.

Tugas Dewan Komisaris secara umum bertanggung jawab atas pengawasan, penentuan strategi, dan pengendalian direksi. Sedangkan direksi akan menjalankan tugas operasional perusahaan seperti pelaksanaan strategi, penyusunan rencana bisnis, dan pengelolaan sumber daya perusahaan.



Gambar 4. Sistem Corporate Governance (Sumber:IFCG)

Pada penelitian yang dilakukan oleh Arifin (2005) menyatakan bahwa masih terdapat kelemahan-kelemahan akan penerapan *corporate governance* di Indonesia, hal ini disebabkan oleh beberapa faktor yaitu adanya kepemilikan pihak tertentu yang didasarkan pada afiliasi antara pemilik, pengawas, dan direktur perusahaan, lemahnya law enforcement, dan tidak efektifnya dewan komisaris. Agar keberadaan dewan komisaris menjadi lebih efektif penentuan proporsi dewan komisaris independen harus diperhatikan. Pembentukan komponen pihak-pihak yang terkait dalam *good corporate governance* juga perlu diperhatikan. Komponen *good corporate governance* terdiri dari:

1. Dewan Komisaris

Keberadaan Dewan Komisaris dalam suatu perusahaan ditekankan pada fungsi pengawasan dari implementasi kebijakan yang dibuat direksi yang berguna untuk membantu pemegang saham untuk mengendalikan direksi. Dewan komisaris berperan untuk meminimalisir adanya *agency problem* diantara Dewan Direksi dan pemegang saham. Informasi sangat dibutuhkan oleh Dewan Komisaris untuk membuat perencanaan strategi tanpa adanya intervensi dari pihak manajemen. Menurut Egon Zehnder Dewan Komisaris merupakan inti dari *corporate governance* yang berperan dalam menjamin terlaksananya strategi perusahaan, pengawasan manajemen dalam pengelolaan perusahaan, dan terlaksananya akuntabilitas pada kegiatan perusahaan. Dari beberapa penelitian yang telah dilakukan terbukti bahwa keberadaan Dewan Komisaris meminimalisir manajemen dalam melakukan kecurangan.

2. Dewan Direksi

Dewan direksi menjadi penanggung jawab utama atas tingkat kesehatan perusahaan dan keberhasilan perusahaan secara jangka panjang (Louden, 1982). Peran Dewan Direksi dalam perusahaan untuk menentukan kebijakan dan strategi dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Menurut pandangan *resources dependence* dewan merupakan penentu dalam pengelolaan sumber daya. Namun dari hasil penelitian sebelumnya, jumlah Dewan Direksi yang terlalu banyak justru membuat nilai perusahaan menjadi turun. Hal ini dikarenakan terjadinya masalah dalam komunikasi dan koordinasi dalam pengambilan keputusan. Perusahaan dengan jumlah Dewan direksi lebih sedikit cenderung dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dari pernyataan tersebut nilai perusahaan tergantung pada pengaruh kebijakan pengambilan keputusan yang dilakukan oleh Dewan Direksi.

3. Dewan Komisaris Independen

Masalah yang dapat timbul dari penerapan *Corporate Governance* adanya CEO dengan peran yang lebih dominan dibanding Dewan Komisaris. Padahal pengawasan kinerja manajemen yang dipimpin oleh CEO tersebut merupakan tugas

Dewan Komisaris. Dari pendapat Mizruchi (1983) diperlukan independensi dari Dewan Komisaris untuk menyeimbangkan peran dari CEO. Sifat independensi sulit untuk dapat dikendalikan karena sifat tersebut berhubungan dengan integritas seseorang. Oleh karena itu terdapat beberapa kriteria yang harus ada di Komisaris Independen (BEJ,2000), yaitu:

- Komisaris Independen dilarang untuk memiliki hubungan afiliasi dengan pemegang saham mayoritas atau pemegang saham pengendali (*controlling shareholders*) pada perusahaan yang bersangkutan.
- Komisaris Independen dilarang untuk memiliki hubungan dengan direksi maupun komisaris lainnya pada perusahaan bersangkutan.
- Komisaris Independen tidak boleh memiliki rangkap jabatan di perusahaan yang bersangkutan.
- Komisaris Independen harus memahami undang-undang di pasar modal.
- Komisaris Independen diusulkan oleh pemegang saham minoritas bukan dari pemegang saham pengendali (*controlling shareholders*) pada Rapat Umum Pemegang Saham.

Keberadaan Komisaris Independen telah diatur dalam peraturan yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Jakarta pada tahun 2000. Dalam peraturan tersebut jumlah Komisaris Independen minimal 30% dari keseluruhan jumlah Dewan Komisaris.

4. Komite Audit

Komite Audit bertugas untuk membantu Dewan Komisaris dalam melakukan pengawasan terhadap kinerja manajemen. *The Institute of Internal Auditors* (IIA) menyarankan setiap perusahaan untuk mempunyai Komite Audit sebagai komite tetap. Tanggungjawab Komite Audit adalah menjalankan fungsi pengawasan, pengaturan kebijakan akuntansi, dan sistem pelaporan keuangan. Dikutip dari IFCG (2000), Komite Audit mempunyai 3 tanggungjawab yaitu:

- Laporan Keuangan (*Financial Reporting*)
- Tata Kelola Perusahaan (*Corporate Governance*)
- Pengawasan Perusahaan (*Corporate Control*)

IFCG juga memberikan kriteria dari Komite Audit. Kriteria Komite Audit sebagai berikut:

- Paling tidak ada satu anggota Komite Audit yang ahli dalam bidang keuangan dan akuntansi.
- Saat RUPS berlangsung ketua Komite Audit harus hadir untuk menjawab pertanyaan para pemegang saham.
- Dalam pengadaan rapat Komite Audit perlu dihadiri Eksekutif jika dirasa itu diperlukan. Selain itu Direktur keuangan, Kepala Satuan Kerja Audit intern, dan wakil auditor eksternal harus hadir dalam rapat-rapat Komite Audit.
- Sekretaris perusahaan juga bertindak sebagai sekretaris Komite Audit.
- Wewenang Komite Audit meliputi pengawasan pada ruang lingkup tugasnya, mencari informasi yang relevan dari karyawan, mengusahakan sarang hukum dan saran profesional yang independen apabila dipandang perlu.
- Mengundang kehadiran pihak yang berpengalaman dari luar perusahaan apabila dianggap perlu.

2.1.4. Sukuk

Sukuk merupakan bentuk jamak dari kata *shakk* yang berarti sertifikat atau dokumen. Secara terminologi *shakk* merupakan sebuah kertas atau catatan yang digunakan sebagai perintah untuk membayar sejumlah uang kepada orang lain yang namanya tertera pada catatan tersebut. Sukuk telah ada sejak masa khalifah Umar Bin al-Khattab pada masa itu sukuk dibuat dengan membubuhkan stempel dibawah kertas sukuk tersebut. Awalnya sukuk digunakan sebagai alat pembayaran gaji pegawai negara. Sampai pada abad 10-11 Masehi sukuk digunakan dalam perdagangan. Sukuk tersebut berisi informasi tentang daftar barang, harga barang,

dan tanda tangan pembeli. Sukuk digunakan sebagai bukti pemesanan yang akan dilunasi oleh pembeli (Fatah, 2011).

Beberapa penulis barat menyatakan bahwa *shakk* merupakan asal mula dari adanya *cheque* atau yang biasa kita kenal sebagai cek yang lazim digunakan dalam transaksi masa kini. *Accounting and Auditing Organizations for Islamic Financial Institutions* yang dapat disingkat AAOIFI menjelaskan bahwa sukuk merupakan sertifikat yang bernilai sama dengan suatu aset yang digunakan sebagai bukti kepemilikan atas aset terkait, hak manfaat dan jasa-jasa maupun kepemilikan atas suatu proyek atau kegiatan tertentu. Berdasarkan Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) sukuk merupakan surat berharga jangka panjang yang diterbitkan oleh emiten berlandaskan prinsip syariah guna membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah yang berupa bagi hasil, *margin*, dan *fee* serta untuk membayar kembali pokok obligasi syariah pada saat jatuh tempo.

Sukuk juga telah disinggung dalam ayat Al-Qur'an dalam surah Al-Baqarah ayat 282 yang berbunyi:



وَأْتُوا بِالْبَيِّنَاتِ وَالزُّبُرِ وَأَنتُمْ خَالِقُونَ
 مِثْلَ مَا أَنشَأْتُمْ بَيْنَ يَدَيْكُمْ وَأَنتُمْ تَكُونُونَ
 وَتَكُونُونَ لَهَا كَمَا تُنشِئُونَ
 مِثْلَ مَا أَنشَأْتُمْ بَيْنَ يَدَيْكُمْ وَأَنتُمْ تَكُونُونَ
 وَتَكُونُونَ لَهَا كَمَا تُنشِئُونَ
 مِثْلَ مَا أَنشَأْتُمْ بَيْنَ يَدَيْكُمْ وَأَنتُمْ تَكُونُونَ

Artinya: “Hai orang-orang yang beriman, apabila kamu bermu'amalah tidak secara tunai untuk waktu yang ditentukan, hendaklah kamu menuliskannya. Dan hendaklah seorang penulis di antara kamu menuliskannya dengan benar. Dan janganlah penulis enggan menuliskannya sebagaimana Allah mengajarkannya”.

Dalam ayat tersebut disebutkan bahwa jika seseorang berhutang kepada orang lain maka harus dibuktikan secara tertulis. Perbedaan sukuk dengan obligasi konvensional adalah adanya *underlying asset* yang digunakan sebagai dasar penerbitan sukuk (Sudarsono, 2009). Sukuk juga terhindari dari praktik riba yang diharamkan oleh islam karena menggunakan prinsip bagi hasil. Selain *underlying asset* terdapat beberapa hal yang membedakan sukuk dengan obligasi konvensional seperti tabel dibawah ini:

Tabel 1. Perbedaan Sukuk dan Obligasi Syariah

Keterangan	Sukuk	Obligasi
Prinsip dasar	Surat berharga yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti kepemilikan /penyertaan terhadap suatu aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk	Pernyataan utang tanpa syarat penerbitan
<i>Underlying Asset</i>	Ada	Tidak Ada
Fatwa/ Opini Syariah	Ada	Tidak Ada
Penggunaan dana	Digunakan untuk hal-hal yang sesuai dengan prinsip syariah	Tidak ada ketentuan
Return	Berupa imbalan, bagi hasil, margin, <i>capital gain</i>	Bunga, <i>capital gain</i>

Sumber : (Faridatuz Zakiyah, 2018)

- **Jenis-jenis Sukuk**

AAOIFI menyatakan bahwa pengklasifikasian sukuk mengikuti jenis pembiayaan dalam aset finansial yang disarankan oleh ajaran Islam. Berdasarkan Standar Syariah yang dikeluarkan oleh AAOIFI sukuk dapat dibagi dalam beberapa jenis, yaitu (Siamat, 2010):

1. Sukuk Ijarah

Ijarah merupakan akad dalam pemindahan hak guna barang atau jasa, tanpa diikuti kepindahan kepemilikan aset tersebut. Sukuk Ijarah merupakan sukuk yang diterbitkan dengan akad Ijarah, dimana satu pihak bertindak dalam menjual atau menyewakan hak atas manfaat suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang telah disepakati. Kepemilikan sukuk dapat dibagi menjadi tiga jenis yaitu (Siamat, 2010):

- Sukuk kepemilikan aset berwujud yang disewakan

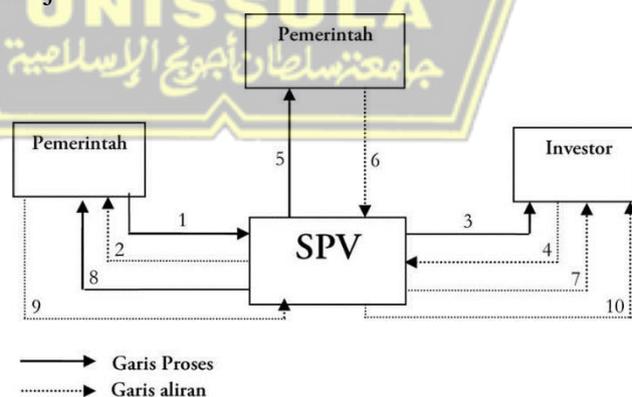
Yaitu sukuk yang diterbitkan oleh pemilik aset dengan tujuan untuk menjual hak kepemilikan aset tersebut dalam periode tertentu untuk mendapatkan dana dari hasil penjualan tersebut, sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik sementara aset tersebut.

- Sukuk kepemilikan manfaat

Yaitu sukuk yang diterbitkan oleh pemilik aset atau pemilik manfaat aset, dengan tujuan untuk menyewakan aset/manfaat dari aset dan menerima uang sewa, sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik manfaat dari aset.

- Sukuk kepemilikan jasa

Yaitu sukuk yang diterbitkan dengan tujuan untuk menyediakan suatu jasa tertentu melalui penyedia jasa (seperti jasa pendidikan pada universitas) dan mendapatkan fee atas penyediaan jasa tersebut, sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik jasa.



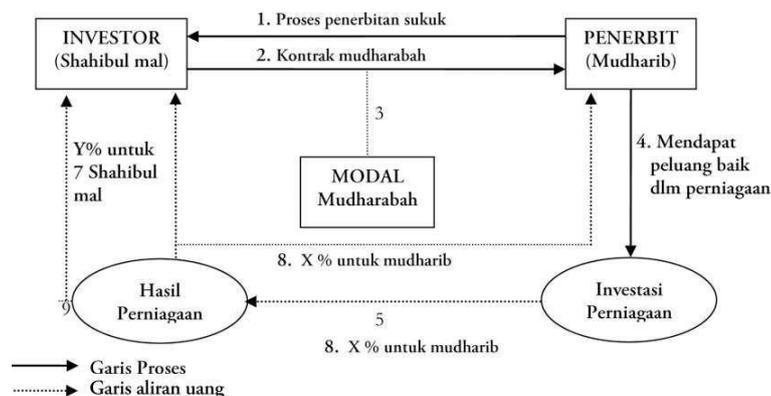
Gambar 5. Model Skim Sukuk Ijarah (Wahid,2010)

Penjelasan model skim sukuk Ijarah:

1. Pemerintah menjual aset kepada SPV dengan maksud jual beli dengan perjanjian akan membeli kembali barang yang dijualnya;

2. Pemerintah menerima bayaran dari SPV sebagai hasil penjualan aset , maka SPV menjadi pemilik aset;
 3. SPV mengeluarkan sukuk dengan menggunakan kontrak Ijarah dan menjualnya kepada investor;
 4. Investor membayar harga aset kepada SPV;
 5. SPV menyewakan aset kepada pemerintah dengan harga sewa yang disepakati;
 6. Pemerintah membayar sewa aset kepada SPV sesuai periode yang disepakati;
 7. SPV membayar sewa tersebut kepada masing-masing investor sebagai penghasilan investor;
 8. Pada masa naturity, SPV menjual kembali aset kepada pemerintah dengan nilai sesuai harga jual awal;
 9. Pemerintah membayar tunai harga aset;
 10. SPV menebus sukuk kepada investor dengan nilai harga yang sama.
2. Sukuk Mudharabah

Sukuk Mudharabah adalah akad yang berupa kerjasama antara dua pihak atau lebih, dimana satu pihak menjadi penyedia modal (*Rab al-Mâl*) dan pihak lain sebagai penyedia keahlian dan tenaga (*mudhârib*) (Fauzulhaq, 2016). Keuntungan yang didapatkan dari hasil kerjasama tersebut dibagi berdasarkan prosentase yang telah disepakati pada awal transaksi, namun jika terjadi kerugian maka akan ditanggung sepenuhnya oleh pemilik modal.

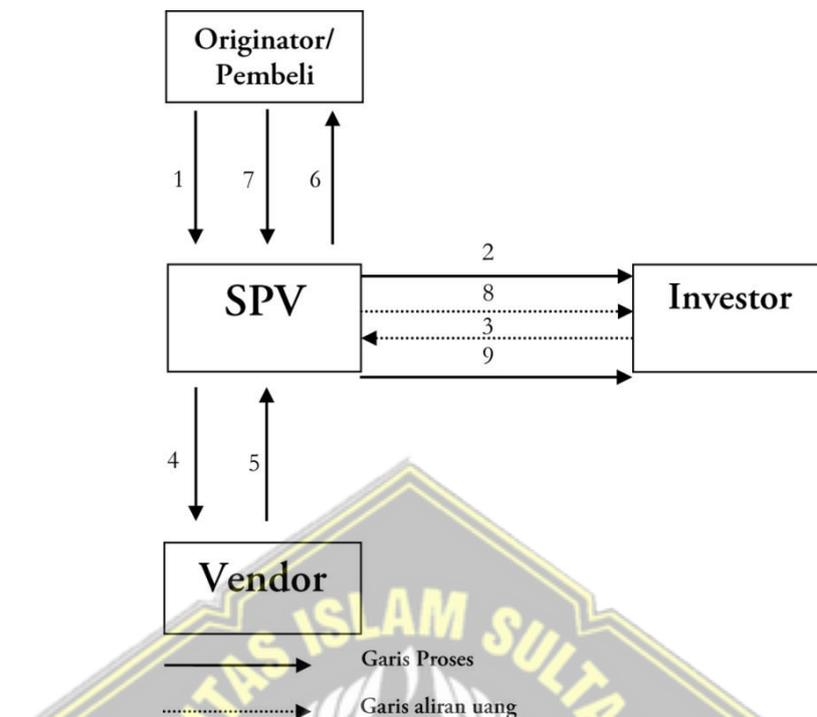


Gambar 6. Model Skim Sukuk Mudharabah (Wahid,2010)

Penjelasan model skim sukuk mudharabah:

1. Penerbit memproses penerbitan sukuk mudharabah untuk menghimpun modal;
 2. Penerbit (sebagai *mudhârib*) dan investor (*shâhib al-mâl*) membuat kontrak mudharabah dengan perjanjian keuntungan yang disepakati;
 3. Atas kontrak tersebut, terkumpul sejumlah modal mudharabah;
 4. Penerbit menanamkan modal pada sebuah proyek sebagai peluang dalam alternatif perniagaan;
 5. Atas investasi yang dilakukan *mudhârib* dapat menghasilkan keuntungan;
 6. Keuntungan yang diperoleh dari proyek tersebut dibagikan antara *shâhib al-mâl* dan *mudhârib* berdasarkan kesepakatan awal;
 7. Keuntungan untuk *shâhib al-mâl* bernilai Y %;
 8. Keuntungan untuk *mudhârib* bernilai X %;
 9. Jika dalam investasi tersebut terjadi kerugian, kerugian ditanggung oleh *shâhib al-mâl*, sedangkan *mudhârib* akan menanggung kerugian tenaga dan manajemen.
3. Sukuk Istishna'/Murabahah

Istishna' adalah akad jual-beli aset yang berupa pembiayaan kepada pihak lain dengan spesifikasi, cara dan jangka waktu penyerahan, serta harga aset/proyek tersebut ditentukan dari kesepakatan kedua belah pihak (Siamat, 2010). Sukuk Istishna' merupakan sukuk yang diterbitkan dengan tujuan untuk mendapatkan dana yang akan digunakan untuk kegiatan produksi, sehingga barang hasil produksi tersebut menjadi milik pemegang sukuk. Dana dari penerbitan sukuk Istishna' dibuat menjadi sertifikat utang yang tidak dapat diperdagangkan seperti *zero-coupon bonds* dalam beberapa fiturnya. Dalam ajaran islam melarang untuk memperdagangkan utang maka sukuk Istishna' dilarang untuk diperdagangkan. Seperti sukuk lainnya, sukuk Istishna' juga diterbitkan melalui bantuan *Special Purpose Vehicle* (SPV) sebagai penerbit.



Gambar 7. Model Skim Sukuk Istishna' atau Murabahah (Wahid, 2010)

Penjelasan model skim sukuk murabahah:

1. Originator sebagai calon pembeli suatu barang akan membuat persetujuan dengan SPV untuk membeli barang tertentu dengan menggunakan kontrak murabahah;
2. Berdasarkan persetujuan tersebut SPV mengeluarkan sertifikat sukuk murabahah dan menjualnya kepada investor;
3. Investor menyerahkan uang kepada SPV sesuai nilai harga sukuk murabahah;
4. SPV membeli barang yang dimaksudkan oleh pembeli dengan menyerahkan uang tunai sejumlah harga barang;
5. Penjual menyerahkan barang kepada SPV;
6. SPV menyerahkan barang kepada pembeli dengan akad murabahah;
7. Pembelian akan dibayar harga secara angsuran;
8. SPV membayar sewa sesuai kesepakatan dengan investor;

9. Pada saat sertifikat jatuh tempo, SPV menembus sukuk dari investor.

4. Sukuk Salam

Salam merupakan kontrak jual beli barang dengan jumlah dan kriteria yang sudah jelas, dengan melakukan pembayaran dimuka dan barang akan dikirimkan pada waktu yang telah disepakati (Saprida, 2016). Sedangkan sukuk Salam merupakan sukuk yang diterbitkan dengan tujuan memperoleh dana dengan akad Salam, sehingga barang yang disediakan melalui akad ini akan menjadi milik pemegang sukuk. Dengan pembayaran dana dimuka ini membuat komoditi barang menjadi utang dan sertifikat yang diterbitkan merupakan presentasi dari utang. Sukuk Salam tidak boleh diperdagangkan.

5. Sukuk Musyarakah

Musyarakah merupakan akad kerjasama antara dua pihak atau lebih dengan tujuan menggabungkan modal, yang akan dibagikan sesuai dengan nisbah yang telah disepakati dan jika terjadi kerugian akan ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak (Siamat, 2010). Sukuk Musyarakah adalah sukuk yang diterbitkan dengan tujuan memperoleh dana untuk membuat proyek baru atau mengembangkan proyek yang sudah berjalan berdasarkan akad musyarakah, dengan kepemilikan aset sesuai dengan kontribusi dana yang diberikan.

6. Sukuk Wakalah

Wakalah merupakan akad dengan pelimpahan kekuasaan dari satu pihak ke pihak lain. Sukuk Wakalah adalah sukuk yang diterbitkan untuk mempresentasikan suatu proyek atau kegiatan bisnis yang dikelola berdasarkan akad wakalah dengan menunjuk agen untuk mengelola bisnis atas nama pemegang sukuk (Siamat, 2010).

7. Sukuk Muzara'ah

Muzara'ah merupakan akad kerjasama di bidang pertanian, dimana pemilik lahan memberikan kewenangan kepada pihak lain untuk mengelola pertanian. Hasil dari pertanian akan dibagi kepada kedua belah pihak sesuai kesepakatan bersama.

Sukuk muzara'ah adalah sukuk yang diterbitkan untuk mendapatkan dana dalam pengelolaan pertanian, sehingga pemilik lahan dan pemegang sukuk berhak mendapatkan hasil keuntungan sesuai dengan perjanjian yang telah disepakati (Siamat, 2010).

8. Sukuk Musaqah

Musaqah merupakan akad kerjasama dalam irigasi pertanian, dimana pemilik lahan akan memberikan hak kepada orang lain untuk mengelola irigasi dan pemeliharaan tanaman. Sukuk Musaqah merupakan sukuk yang diterbitkan dengan tujuan memperoleh dana untuk melakukan pengelolaan irigasi di lahan pertanian dan pemeliharaan tanaman dengan akad musaqah. Keuntungan dari hasil pertanian akan dibagi kepada kedua belah pihak sesuai kesepakatan bersama (Siamat, 2010).

- **Karakteristik Sukuk**

Dalam buku tanya jawab Surat Berharga Syariah Negara/ Sukuk Negara (Siamat, 2010) dijelaskan karakteristik sukuk sebagai berikut :

1. Merupakan bukti kepemilikan suatu aset, hak manfaat, jasa atau kegiatan investasi tertentu;
2. Pendapatan yang diberikan berupa imbalan, margin, bagi hasil, sesuai dengan jenis akad yang digunakan dalam penerbitan;
3. Terbebas dari unsur *riba*, *gharar* dan *maysir*;
4. Memerlukan adanya *underlying asset* dalam penerbitan;
5. Penggunaan *proceeds* harus sesuai dengan prinsip syariah.

Sukuk dapat memberikan imbalan yang bersifat tetap (*fixed rated*) atau mengambang (*floating*) yang disesuaikan dengan jenis akad dan struktur yang digunakan pada saat penerbitan. Imbalan sukuk (*coupon*) biasanya dapat diberikan dalam presentase dan dibayarkan secara berkala atau periodik sesuai dengan ketentuan yang telah disepakati.

2.1.5. Peringkat Sukuk

Rating merupakan suatu penilaian terstandarisasi terhadap kemampuan suatu negara maupun perusahaan untuk melunasi semua kewajibannya. Standarisasi dari rating artinya negara atau perusahaan dapat saling dibandingkan dengan negara atau perusahaan lainnya. Peringkat kredit (*Credit Rating*) merupakan sebuah kajian suatu perusahaan yang didasarkan pada riwayat peminjaman dan pengembalian pinjaman, *underlying asset*, kewajiban yang belum dibayarkan, dan keseluruhan kinerja dari sebuah perusahaan. Peringkat kredit ini mempunyai fungsi sebagai informasi yang akan digunakan oleh investor di pasar modal dalam pengambilan keputusan (Arundina dan Omar, 2010).

Sebelum melakukan penjualan obligasi atau penerbitan sukuk, perusahaan akan meminta lembaga pemeringkat untuk memberikan peringkat kepada produk investasi tersebut. Perusahaan melakukan pemeringkatan karena hal tersebut dianggap penting. Pada laporan *Securities and Exchange Commission* (SEC) mengenai peran dan fungsi lembaga pemeringkat menyatakan bahwa pentingnya peringkat investasi bagi investor peningkatan signifikan sehingga mempengaruhi struktur transaksi finansial, akses penerbit obligasi terhadap modal, kemampuan investor dalam melakukan investasi. Hal inilah yang membuat keberadaan lembaga pemeringkat sangat dibutuhkan di pasar modal. Dalam buku yang disusun oleh Rahardjo (2006;100) memberikan informasi tentang manfaat pemeringkatan obligasi sebagai berikut:

- Sistem informasi transparan yang menyangkut berbagai produk obligasi akan menciptakan pasar obligasi yang sehat dan transparan juga.
- Efisiensi biaya. Hasil peringkat obligasi yang bagus biasanya memberikan keuntungan, yaitu menghindari kewajiban persyaratan keuangan yang biasanya memberatkan perusahaan, seperti penyediaan *sinking fund* dan jaminan aset.
- Menentukan besarnya *coupon rate*, semakin bagus peringkatnya, cenderung semakin rendah nilai *coupon rate* dan sebaliknya.

- Memberikan informasi yang obyektif dan independen menyangkut kemampuan pembayaran hutang, tingkat risiko investasi yang mungkin timbul, serta jenis dan tingkatan hutang tersebut.
- Mampu menggambarkan kondisi pasar obligasi dan kondisi ekonomi pada umumnya.

Adapun beberapa manfaat yang akan didapatkan oleh emiten terkait adanya peringkat obligasi adalah (Rahardjo; 2006:101):

- Informasi posisi bisnis. Pihak perusahaan dapat mengetahui posisi bisnis dan kinerja usahanya dibandingkan dengan perusahaan sejenis lainnya.
- Menentukan struktur obligasi. Perusahaan dapat menentukan beberapa syarat atau struktur obligasi yang meliputi tingkat suku bunga, jenis obligasi, jangka waktu jatuh tempo, jumlah emisi obligasi serta berbagai struktur pendukung lainnya.
- Mendukung kinerja. Apabila emiten mendapatkan peringkat yang cukup bagus maka kewajiban menyediakan *sinking fund* atau jaminan kredit bisa dijadikan pilihan alternatif.
- Alat pemasaran Peringkat obligasi yang baik terlihat lebih menarik sehingga dapat membantu pemasaran obligasi tersebut.
- Menjaga kepercayaan investor. Peringkat obligasi yang independen akan membuat investor merasa lebih aman sehingga kepercayaan bisa lebih terjaga.

PT Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO) merupakan lembaga pemeringkat yang diakui di Indonesia saat ini. PT PEFINDO didirikan pada tahun 1993. Dari informasi yang didapatkan dari website PT PEFINDO terdapat 2 tahap dalam proses pemberian rating :

1. Tahap pertama, PT PEFINDO akan melakukan analisis terhadap perusahaan yang mengeluarkan instrumen utang. Analisis mencakup pemeriksaan terhadap efektivitas biaya perusahaan, khususnya pada kemampuan dalam mengendalikan biaya-biaya karyawan dan

perlengkapan tanpa mengorbankan kualitas layanan. Selain itu dilakukan juga peninjauan manajemen modal kerja perusahaan melalui profitabilitas, produktivitas dan efisiensi karyawan, arus kas, rata-rata periode penagihan, serta total perputaran aset.

2. Tahap kedua, komite rating yang terdiri dari analis dan manajemen PT PEFINDO ditambah dua orang dari luar PT PEFINDO yang akan menjaga objektivitas, profesionalisme, dan independensi rating menentukan rating perusahaan dari hasil rekomendasi rating pada tahap pertama.

Rating dituliskan dengan huruf disertai tanda atau angka dari perusahaan pemeringkat. Umumnya rating dibagi menjadi dua kategori sebagai berikut:

1. *Investment Grade*

Investment grade merupakan tanda bahwa suatu negara atau perusahaan mampu untuk melunasi kewajibannya. Investor akan mencari investasi dengan kategori ini karena lebih aman. Namun berbeda untuk perusahaan BUMN yang *investment grade* minimal A karena rating BBB masih dianggap belum aman. Rating yang termasuk dalam kategori *investment grade* adalah:

- AAA atau Aaa
- AA+, AA dan AA- ATAU Aa1, Aa2, dan Aa3
- A+, A, dan A- ATAU A1, A2, dan A3
- BBB+, BBB, dan BBB- atau Baa1, Baa2, Baa3

2. *Non Investment Grade (Junk Bond)*

Non investment grade merupakan kategori negara atau perusahaan dianggap tidak mampu untuk membayar kewajibannya. Perusahaan dengan kategori *non investment grade* biasanya sulit untuk mendapatkan pendanaan. Untuk mengatasi masalah ini biasanya perusahaan menawarkan *coupon* yang tinggi (*high yield*

bond). Dan biasanya investor yang menanamkan modal pada perusahaan tersebut memiliki anggapan bahwa jika perusahaan mampu melunasi hasil yang didapatkan lebih menguntungkan. Rating yang termasuk kategori *non investment grade* adalah:

- BB+, BB dan BB- atau Ba1, Ba2, dan Ba3
- B+, B dan B- atau B1, B2, dan B3
- CCC+, CCC dan CCC- atau Caa1, Caa2, dan Caa3
- CC+, CC dan CC- atau Ca1, Ca2, dan Ca3
- C+, C dan C- atau C1, C2, dan C3
- *Default*

PT PEFINDO mengklasifikasikan rating seperti tabel dibawah ini:

Tabel 2. Interpretasi Rating PT

Peringkat	Keterangan
idAAA	Memiliki kapasitas superior dalam <i>long-term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor atau penerbit 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	Berpotensi gagal bayar, namun masih ada kemungkinan mencapai <i>financial commitment</i>
idD	Berpotensi gagal bayar

Sumber : Pefindo

2.1.6. Reaksi Pasar

Reaksi pasar menurut Agustia (2017) adalah pergerakan pasar yang terjadi yang diakibatkan oleh suatu peristiwa. Sedangkan menurut Iskandar (2020) reaksi pasar dapat mencerminkan tindakan yang dilakukan investor setelah menerima suatu informasi dari peristiwa tertentu. Semua pergerakan pasar yang terjadi karena transaksi yang dilakukan oleh investor terjadi pada pasar modal. Pasar modal adalah pasar untuk melakukan jual beli beragam sekuritas atau instrumen keuangan jangka panjang, baik berupa utang (obligasi) atau modal sendiri (saham) yang diterbitkan oleh pemerintah maupun perusahaan swasta. Fungsi dari pasar modal yaitu meningkatkan dan menghubungkan aliran dana jangka panjang berdasarkan kriteria pasarnya secara efisien dan mampu menunjang pertumbuhan riil ekonomi secara keseluruhan. Dalam melakukan transaksi di pasar modal investor memerlukan informasi. Haugen (2001) membagi informasi menjadi tiga golongan yaitu:

- Informasi harga saham masa lalu (*information in past stock prices*)
- Informasi publik (*all public information*),
- Informasi yang ada termasuk informasi orang dalam (*all available information including inside or private information*)

Informasi dianggap bermanfaat jika informasi tersebut dapat mempengaruhi investor untuk melakukan transaksi di pasar saham sehingga mengakibatkan reaksi pasar. Reaksi pasar dapat ditunjukkan melalui *return saham* dan *trading volume activity*. Pengumuman peringkat sukuk merupakan salah satu informasi yang dimanfaatkan oleh investor untuk mengambil keputusan dalam berinvestasi. Terjadinya reaksi pasar dapat menunjukkan bentuk efisiensi yang akan terjadi.

Faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham bergantung pada penerapan efisiensi pasar tempat saham dipasarkan. Menurut Fama (1970) pasar yang efisien merupakan “*a security market is efficient if security prices “fully reflect” the information available*”. Pasar modal yang efisien adalah pasar yang semua harga sekuritas yang diperdagangkan dapat dicerminkan melalui informasi yang tersedia. Samsul (2006:207) berpendapat bahwa pasar dapat dikatakan efisien jika fluktuasi harga yang terjadi sangat tipis, hal tersebut dikarenakan perbandingan harga saham dan nilai instrinsiknya tidak jauh berbeda. Dengan adanya pasar efisien ini investor dapat secara akurat mengekspresikan harga sekuritas sehingga akan terbentuk harga keseimbangan (Srianingsih dan Khoirudin, 2015).

Fama (1970) membedakan efisiensi pasar menjadi tiga bentuk yang dikenal sebagai hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*), masing-masing bentuk efisiensi pasar tergantung dari sejauh mana informasi dapat terserap di pasar. Bentuk-bentuk efisiensi pasar yang dipaparkan oleh Fama adalah sebagai berikut:

- Pasar efisiensi bentuk lemah (*weak form*)

Efisiensi pasar yang dapat dikatakan dengan bentuk lemah apabila harga-harga sekuritas yang terbentuk tercermin secara penuh (*fully reflect*) dari kejadian

atau informasi masa lalu, maksudnya harga yang terbentuk atas sekuritas tersebut merupakan cerminan dari harga sekuritas bersangkutan di masa lalu.

- Pasar efisiensi bentuk semi-kuat (*Semi-Strong Form*)

Dari artikel yang Fama keluarkan (1991) pasar efisiensi bentuk semi-kuat tercermin dari informasi yang tersedia di publik, atau bisa disebut studi peristiwa (*event study*). Pada pasar efisiensi bentuk semi-kuat para investor langsung bisa mendapatkan informasi yang dipublikasikan tersebut sehingga langsung berdampak pada pasar modal. Dengan situasi seperti ini investor sulit untuk mendapatkan *abnormal return*. Dan hanya investor yang mengamati pasar dengan seksama seperti melakukan analisis pada laporan keuangan, yang dapat memprediksi harga saham.

- Pasar efisiensi bentuk kuat (*Strong Form*)

Pasar yang termasuk efisiensi bentuk kuat adalah pasar yang harga-harga sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat atau informasi yang didapat dari orang dalam. Pasar efisiensi bentuk kuat mencakup semua informasi historis yang relevan, informasi publik yang relevan, dan informasi yang hanya diketahui oleh beberapa pihak seperti manajemen perusahaan, dewan direksi, dan kreditor.

Dalam menganalisis efisiensi pasar di pasar modal dapat menggunakan metode *return* saham untuk efisiensi pasar bentuk lemah, metode *event study* untuk efisiensi pasar bentuk setengah kuat dan pengajuan informasi *private* untuk efisiensi pasar bentuk kuat. Penggunaan metode tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

- **Return saham**

Return merupakan hasil yang diperoleh dari kegiatan investasi (Jogiyanto, 2003). Menurut Tandelilin (2010: 102) *return* terdiri dari dua komponen utama yaitu, *yield* dan *capital gain (loss)*. *Yield* mencerminkan aliran kas yang diperoleh

secara periodik dari suatu investasi. Sedangkan *capital gain (loss)* merupakan perubahan harga berupa kenaikan atau penurunan harga suatu sekuritas sehingga dapat memberikan keuntungan maupun kerugian bagi investor. Perhitungan dari *return* biasanya berupa presentase bukan dalam satuan mata uang. Menurut Jogiyanto (2003) *return* dapat dibagi menjadi dua jenis yaitu:

- *Return* realisasi (*Realized Return*) adalah *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi dapat dihitung menggunakan data historis terkait dan merupakan salah alat ukur kinerja perusahaan. Selain itu *return* realisasi juga dapat dimanfaatkan untuk dasar penentuan *expected return* dan risiko yang akan datang.
- *Return* ekspektasi (*expected return*) merupakan *return* yang diharapkan akan didapatkan oleh investor. Dan *return* jenis ini belum terjadi atau belum terealisasi.

Penelitian yang akan menganalisis reaksi pasar efisien bentuk lemah (*weak form*) menggunakan alat ukur berupa *abnormal return*. *Abnormal return* menurut Jogiyanto (2003) merupakan kelebihan *return* yang sesungguhnya terjadi dengan *return* normal. *Return* normal dapat disebut juga sebagai *return* ekspektasi atau *return* yang diharapkan oleh investor. *Abnormal return* dapat terjadi sebelum informasi resmi diterbitkan biasanya karena terjadi kebocoran informasi (*leakage of information*). Formula untuk menghitung *abnormal return* sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Keterangan :

$AR_{i,t}$ = *abnormal retur* sekuritas i pada periode t

$R_{i,t}$ = *return* yang sesungguhnya (*actual return*)sekuritas i pada periode t

$E[R_{i,t}]$ = *return* diharapkan(*expected return*)sekuritas i pada periode t

Return sesungguhnya (*actual return*) dapat dihitung dari selisih antara harga sekuritas saat ini dengan harga sekuritas pada periode sebelumnya. Formula dari *return* sesungguhnya sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1})}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan :

$R_{i,t}$ = *return* yang sesungguhnya (*actual return*) sekuritas i pada periode t

$P_{i,t}$ = harga sekuritas i pada periode t

$P_{i,t-1}$ = harga sekuritas i pada periode sebelumnya

Pada 1985 Born dan Warner mengenalkan tiga model untuk menghitung *expected return* sebagai berikut:

1. *Mean-adjusted Model*

Model ini menganggap bahwa *expected return* bernilai konstan dengan rata-rata *return* sesungguhnya pada periode sebelumnya. *Mean-adjusted model* dapat dihitung menggunakan rumus sebagai berikut:

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=t1}^{t2} R_{i,j}}{T}$$

Keterangan :

$E[R_{i,t}]$ = *expected return* sekuritas i pada periode t

$R_{i,j}$ = *actual return* sekuritas i pada periode estimasi j

T = lamanya periode estimasi atau t1-t2

Periode T merupakan periode sebelum periode peristiwa atau periode pengamatan. Periode peristiwa juga dapat disebut sebagai jendela peristiwa (*event*)

window). Menurut Jogiyanto (2003) periode pengamatan dapat berkisar 3 hari sampai 121 hari untuk data harian dan 3 bulan sampai 121 bulan untuk data bulanan

2. Market Model

Terdapat dua tahapan dalam pengukuran *expected return* menggunakan *market model* yaitu yang pertama adalah membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data aktual selama periode akuntansi. Dan yang kedua adalah menggunakan model ekspektasi tersebut untuk mengestimasi *expected return* dalam periode pengamatan. Model ekspektasi dapat diperoleh menggunakan teknik regresi *Ordinary Least Square* (OLS) sebagai berikut:

$$E[R_{i,j}] = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,j} + \varepsilon_{i,j}$$

Keterangan :

$E[R_{i,j}]$ = *expected return* sekuritas i pada periode estimasi j

α_i = *intercept* untuk sekuritas i

β_i = koefisien *slope* yang berupa beta untuk sekurita i

$R_{m,j}$ = *return* indeks pasar pada periode estimasi j

$\varepsilon_{i,j}$ = nilai residu sekuritas i pada periode estimasi j

3. Market-adjusted Model

Model ini menganggap bahwa pengestimasian terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas menggunakan *return* indeks pasar pada periode bersangkutan. Dalam *market-adjusted model* tidak memerlukan model untuk pengestimasian karena *return* sekuritas diintegrasikan melalui *return* indeks pasar.

2.2. Penelitian Terdahulu

Sudah terdapat beberapa penelitian yang menggunakan variabel *Corporate Governance*, peringkat sukuk, dan reaksi pasar. Penelitian-penelitian tersebut berguna untuk dijadikan referensi dalam penyusunan penelitian ini. Berikut hasil dari beberapa penelitian sejenis yang dijadikan bahan kajian, yaitu:

Tabel 3. *Penelitian Terdahulu*

No	Judul dan Peneliti	Variabel	Metode	Hasil Penelitian
1	Mufida Prafitri, Y. Ani Aryani (2020) Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap Peringkat Sukuk Perusahaan yang Diperingkat oleh PEFINDO Tahun 2007-2016	Independen : 1. Kepemilikan institusional 2. Kepemilikan manajerial 3. Dewan komisaris independen 4. Jumlah komite audit 5. Kualitas audit Dependen : 1. Peringkat sukuk Kontrol : 1. <i>board size</i> 2. <i>leverage</i> .	<ul style="list-style-type: none"> • Sampel : 18 perusahaan penerbit sukuk di Indonesia • Metode : analisis regresi berganda 	1. Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap peringkat sukuk perusahaan 2. Kepemilikan manajerial berpengaruh positif peringkat sukuk perusahaan. 3. Dewan komisaris independen tidak berpengaruh terhadap peringkat sukuk perusahaan di Indonesia 4. Jumlah komite audit tidak berpengaruh terhadap peringkat sukuk perusahaan di Indonesia 5. Kualitas audit tidak berpengaruh terhadap peringkat sukuk perusahaan di Indonesia

2	<p>Mulya Iskandar, Ridwan(2020) Pengaruh Penerbitan Sukuk Terhadap Reaksi Pasar (Survey Terhadap Perusahaan-Perusahaan Yang Menerbitkan Obligasi Syariah Yang Terdaftar Dibursa Efek Indonesia Selama Tahun 2015)</p>	<p>Independen : 1. Nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) 2. rating penerbitan obligasi syariah (sukuk)</p> <p>Dependen : 1. Reaksi pasar</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Sampel: perusahaan yang menerbitkan sukuk yang terdaftar di BEI tahun 2015 • Metode : <i>event study</i> 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Nilai penerbitan obligasi sukuk mempunyai pengaruh positif terhadap return saham. 2. Rating penerbitan obligasi sukuk mempunyai pengaruh positif terhadap return saham
3	<p>Mohamed Abulgasem .A. Elhaja, Nurul Aini Muhamedb, Nathasa Mazna Ramlia(2015) <i>The Influence of Corporate Governance, Financial Ratios, and Sukuk Structure on Sukuk Rating</i></p>	<p>Independen : 1. <i>Corporate Governance</i> 2. <i>Financial measures</i> 3. <i>Sukuk Structure</i></p> <p>Dependen: 1. <i>Sukuk rating</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Sampel : 25 perusahaan publik Malaysia • Metode : <i>ordered logit regression model</i> 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Ukuran dewan mempunyai pengaruh positif signifikan pada <i>corporate governance</i> dalam hubungan dengan peringkat sukuk 2. <i>Financial leverage</i> berpengaruh negatif terhadap hubungan <i>financial measures</i> dengan peringkat sukuk 3. Sukuk Ijarah berpengaruh positif terhadap hubungan <i>sukuk structure</i> dan peringkat sukuk
4	<p>Leora F. Klapper, Inessa Love (2003) <i>Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets</i></p>	<p>Independen : 1. <i>Corporate governance</i> 2. <i>Investor protection</i> 3. <i>Performance</i></p> <p>Dependen : 1. <i>Emerging market</i></p> <p>Kontrol: 1. Ukuran perusaha</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Sampel : 495 perusahaan dari 25 <i>emerging markets</i> • Metode : Regresi linier 	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Corporate governance</i> berkorelasi dengan tingkat asimetris informasi 2. <i>Corporate governance</i> berpengaruh positif terhadap <i>market valuation</i> dan <i>operating performance</i> 3. <i>Corporate governance</i> lebih berpengaruh di negara-negara dengan lingkungan hukum yang lemah.

		<p>2. Rata-rata pertumbuhan penjualan</p> <p>3. Tingkat investasi</p>		
5	<p>Bernard Black (2001)</p> <p><i>The corporate governance behavior and market value of Russian firms</i></p>	<p>Independen :</p> <p>1. <i>Corporate governance behavior</i></p> <p>Dependen :</p> <p>1. <i>Market value</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Sampel : 21 perusahaan di Rusia • Metode : Regresi linier 	<p>1. <i>Disclosure risk</i> memiliki pengaruh negatif terhadap <i>market value</i></p>
6	<p>Bayu Tri Prasetyo Mukti (2013)</p> <p>Pengaruh Mekanisme <i>Corporate Governance</i>, Kinerja Lingkungan Dan Pengungkapan Lingkungan Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar</p>	<p>Independen :</p> <p>1. Transparansi</p> <p>2. Kewajaran</p> <p>3. Akuntabilitas</p> <p>4. Responsibilitas</p> <p>5. Informasi Kinerja LK</p> <p>Dependen :</p> <p>1. Reaksi Pasar</p> <p>Kontrol:</p> <p>1. <i>Earnings</i></p> <p>2. Total arus kas</p> <p>3. Beta</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Sampel : 129 perusahaan di BEI • Metode : regresi berganda 	<p>1. Mekanisme <i>corporate governance</i> berpengaruh positif terhadap reaksi pasar yang diprosikan dengan harga saham</p> <p>2. Kinerja lingkungan tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar</p> <p>3. Pengungkapan lingkungan perusahaan tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar</p> <p>4. <i>Earning</i> berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar yang diprosikan dengan harga saham</p>
7	<p>Dyah Setyaningrum (2005)</p> <p>Pengaruh Mekanisme <i>Corporate Governance</i> Terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan Di Indonesia</p>	<p>Independen :</p> <p>1. Pemegang saham yang mempunyai 5% atau lebih kepemilikan</p> <p>2. Persentase kepemilikan saham oleh investor institusional</p> <p>3. Persentase saham yang dimiliki oleh dewan</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Sampel : 213 obligasi di BEJ • Metode : regresi berganda 	<p>1. Pemegang saham yang mempunyai 5% atau lebih kepemilikan mempunyai pengaruh negatif terhadap peringkat surat utang</p> <p>2. Persentase kepemilikan saham oleh investor institusional berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang perusahaan</p> <p>3. Persentase saham yang dimiliki oleh dewan direksi dan komisaris</p>

		<p>direksi dan komisaris</p> <ol style="list-style-type: none"> 4. KAP 5. Komite audit 6. Struktur Dewan Komisaris. <p>Dependen :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Peringkat Surat Utang 		<p>tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan.</p> <ol style="list-style-type: none"> 4. KAP dan Komite audit memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan 5. Struktur dewan komisaris tidak terbukti memberikan pengaruh yang signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan di Indonesia.
8	<p>Mohamed Abulgasem Elhaj, Nurul Aini Muhamed, Nathasa Mazna Ramli (2017) <i>The effects of board attributes on Sukuk rating</i></p>	<p>Independen :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. <i>CEO-chairman duality</i> 2. Board Size 3. Board independence <p>Dependen:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Sukuk Rating</i> <p>Kontrol :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Leverage</i> 2. Profitabilitas 3. Firm Size 	<ul style="list-style-type: none"> • Sampel : 150 perusahaan di Bursa Malaysia • Metode : model regresi logit ordinal 	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>CEO-chairman duality, board Size , dan board independence</i> berpengaruh positif dengan peringkat Sukuk 2. <i>Leverage</i> berpengaruh negatif dengan peringkat sukuk 3. Profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dengan peringkat sukuk
9	<p>Sunaini Hayati Arsani dan Nur Fadjrih Asyik(2015) <i>Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Reaksi Pasar: Kinerja Keuangan Sebagai Variabel moderating</i></p>	<p>Independen :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Kepemilikan manajerial 2. Kepemilikan institusional 3. Komisaris independent 4. Kualitas audit <p>Dependen :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Reaksi pasar <p>Moderating:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Kinerja keuangan 	<ul style="list-style-type: none"> • Sampel: 63 perusahaan di BEI • Metode : analisis linier berganda 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Komisari independen berpengaruh positif terhadap reaksi pasar 2. Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kualitas audit tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar 3. Komisaris independen, kepemilikan institusional dan kualitas audit berpengaruh terhadap kinerja keuangan 4. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh

				<p>terhadap kinerja keuangan</p> <p>5. Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kualitas audit secara bersama-sama tidak memiliki pengaruh terhadap reaksi pasar meskipun telah dimoderasi oleh variabel kinerja keuangan.</p>
10	<p>Purwaningsih, Moh. Khoiruddin(2016) Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Penerbitan Sukuk Mudharabah Dan Obligasi Konvensional</p>	<p>Independen :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Peristiwa pengumuman penerbitan sukuk mudharabah 2. Peristiwa pengumuman penerbitan obligasi konvensional <p>Dependen :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Pengumuman penerbitan sukuk 	<ul style="list-style-type: none"> • Sampel : 5 pengumuman penerbitan sukuk mudharabah dan 65 pengumuman penerbitan obligasi konvensional • Metode : t-test dan Paired Sample T-test. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Terdapat <i>abnormal return</i> yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk mudharabah pada t-10, t-8, dan t-6 2. <i>abnormal return</i> yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan obligasi konvensional terjadi pada t-7, t-3, t-1, t+3, t+4, dan t+7 3. Tidak terdapat perbedaan <i>trading volume activity</i> yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk mudharabah maupun obligasi konvensional 4. Pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan sehingga tidak terjadi efisiensi pasar bentuk setengah kuat baik secara informasi maupun keputusan.
11	<p>Christophe J. Godlewski ,Rima Turk-Ariss dan Washington DC (2016) <i>Do the Type of Sukuk and Choice</i></p>	<p>Independen :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Tipe sukuk 2. Karakteristik dari pensertifikasi penerbitan <p>Dependen :</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Sampel : 131 sukuk yang berasal dari 8 negara • Metode : <i>event study</i> 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Tipe sukuk Ijara memberikan pengaruh positif pada reaksi pasar yang diukur dari harga saham perusahaan penerbit. 2. Karakteristik dari pensertifikasi penerbitan

	<i>of Shari'a Scholar Matter?</i>	1. Reaksi pasar saham		melalui reputasi sarjana syariah dan kedekatannya dengan penerbit berpengaruh positif terhadap reaksi pasar yang diukur dari harga saham
12	Muhammad Edo Irfandi & Wasilah SE.Ak,ME (2013) Pengaruh Mekanisme <i>Corporate Governance</i> Terhadap Peringkat Rating Sukuk Perusahaan Di Indonesia	<p>Independen :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Blockholders 2. Kepemilikan institusional 3. Kepemilikan insider 4. Ukuran KAP 5. Komite audit 6. Jumlah dewan komisaris 7. Persentase dewan komisaris independen <p>Dependen:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Rating sukuk 	<ul style="list-style-type: none"> • Sampel : 46 sukuk yang diterbitkan di BEI • Metode : Model ordered logistic regression (logit) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Komite audit berpengaruh positif signifikan terhadap peringkat surat utang 2. Kepemilikan dan struktur perusahaan yang diprosikan dengan blockholders, kepemilikan institusional dan kepemilikan insider tidak terbukti memiliki pengaruh pada peringkat rating sukuk 3. Ukuran KAP, ukuran dewan komisaris, dan persentase komisaris independen tidak terbukti memiliki pengaruh pada peringkat rating sukuk

Sumber : Data Diolah

Penelitian ini mengacu pada jurnal yang ditulis oleh Mufida Prafitri dan Anni Aryani (2020) serta Mulya Iskandar dan Ridwan (2020). Dari kedua jurnal tersebut dapat diketahui bahwa terdapat hubungan antara peringkat sukuk, *corporate governance*, dan reaksi pasar. Sampai saat ini belum berdatap penelitian yang menganalisis peringkat sukuk sebagai variabel intervening dalam hubungan *Corporate Governance* dengan reaksi pasar. Penelitian ini menggunakan rentang waktu dari tahun 2016 sampai 2020. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2016-2020.

2.3. Pengembangan Hipotesis

2.3.1 Pengaruh *Corporate Governance* terhadap peringkat sukuk

Dalam melakukan investasi berupa sukuk terdapat risiko gagal bayar yang dapat merugikan investor. Untuk menghindari risiko tersebut investor perlu mencari informasi terkait sukuk tersebut. Salah satu informasi yang dapat dimanfaatkan oleh investor adalah peringkat sukuk. Peringkat sukuk menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar margin atau bagi hasil dan pelunasan pokok sukuk saat jatuh tempo.

Agar peringkat sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan mendapatkan *grade* yang tinggi perlu diterapkan mekanisme *Corporate Governance*, dengan mekanisme ini perusahaan dapat menekan risiko gagal bayar yang dapat timbul dengan mengurangi biaya agensi. Mekanisme *Corporate Governance* dapat mengurangi biaya agensi melalui kegiatan pengawasan terhadap kinerja manajemen dan mencegah terjadinya asimetri informasi antara kreditur dengan perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Prafitri dan Aryani (2020) serta Elhaj et al(2015) yang menyatakan bahwa mekanisme *Corporate Governance* yang diprosikan melalui kepemilikan manajerial dan ukuran dewan mempunyai pengaruh positif terhadap peringkat sukuk.

Berdasarkan pernyataan diatas, maka hipotesis penelitian yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut.

H1 : *Corporate Governance* berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk.

2.3.2 Pengaruh *Corporate Governance* terhadap reaksi pasar

Dalam melakukan transaksi di pasar modal investor memerlukan informasi untuk dijadikan dasar dalam pengambilan keputusan. Untuk melindungi hak-hak pemegang saham dalam mendapatkan informasi yang benar dan sesuai dengan keadaan sebenarnya perlu diterapkan mekanisme

Corporate Governance, karena informasi yang dibuat-buat dapat menjerumuskan investor untuk mengambil keputusan yang salah dan dapat merugikan investor. Penerapan mekanisme *Corporate Governance* bermanfaat untuk meningkatkan kualitas laporan keuangan yang dihasilkan melalui kegiatan pengawasan terhadap kinerja manajemen. Selain itu informasi mengenai komitmen perusahaan dalam menerapkan *Corporate Governance* dalam lini bisnisnya akan memberikan nilai tambah (*value added*) karena penerapan mekanisme tersebut dapat meningkatkan efisiensi usaha dan pertanggungjawaban kepada publik. Hal tersebut membuat investor yakin terhadap informasi yang diberikan oleh perusahaan dan investor akan melakukan transaksi di pasar modal sehingga berpengaruh terhadap reaksi pasar yang diukur melalui *abnormal return* (La Porta *et al*, 2002). Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Bayu Tri (2013) yang menyatakan bahwa mekanisme *Corporate Governance* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap reaksi pasar. Penelitian yang dilakukan oleh Tristiarini (2005) juga menghasilkan bahwa penerapan *corporate governance* yang tercermin dari prinsip yaitu transparansi, kewajaran, akuntabilitas dan responsibilitas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap reaksi pasar yang diprosikan dengan *abnormal return*. Berdasarkan pernyataan diatas, maka hipotesis penelitian yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut.

H2 : *Corporate Governance* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar.

2.3.3 Pengaruh peringkat sukuk terhadap reaksi pasar

Di pasar modal para investor akan mendasarkan keputusannya pada informasi yang tersedia. Salah satu informasi yang dapat dimanfaatkan dalam berinvestasi sukuk adalah pengumuman peringkat sukuk. Pengumuman peringkat sukuk akan dianalisis sehingga investor dapat melihat dampak positif atau negatif dari peristiwa tersebut. Dari hasil analisis para investor akan memutuskan untuk melakukan transaksi di pasar

modal ataupun tidak. Transaksi yang dilakukan oleh investor dapat berdampak pada harga saham dan *trading volume activity*. Perubahan harga investasi dapat dilihat melalui adanya *abnormal return* (Tandelilin, 2010). *Abnormal return* dari perubahan harga tersebut dapat digunakan untuk mengukur reaksi pasar yang terjadi.

Peringkat sukuk yang tinggi dianggap sebagai sinyal dari manajemen bahwa operasional bisnis berjalan dengan efisien dan perusahaan mampu untuk memenuhi semua kewajibannya. Sinyal tersebut menjadi kabar baik untuk investor karena hal tersebut mengartikan bahwa kemungkinan risiko gagal bayar yang timbul kecil sehingga investor akan melakukan transaksi berupa pembelian investasi sukuk tersebut karena akan menguntungkan bagi investor. Begitupun sebaliknya jika peringkat sukuk perusahaan penerbit rendah maka kemungkinan risiko gagal bayar yang timbul lebih tinggi. Dan dari penjelasan diatas dapat disimpulkan bahwa peristiwa pengumuman peringkat sukuk dapat membuat investor bertransaksi di pasar modal. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Iskandar (2020) yang menghasilkan bahwa rating penerbitan sukuk berpengaruh positif terhadap nilai *return* saham. Demikian juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Purwaningsih dan Khoiruddin (2016) yang menyatakan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk jenis mudharabah.

Berdasarkan pernyataan diatas, maka hipotesis penelitian yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut.

H3 : Peringkat sukuk berpengaruh positif terhadap reaksi pasar.

2.3.4 Peringkat sukuk merupakan variabel intervening hubungan antara Corporate Governance dengan reaksi pasar.

Dilihat dari penjelasan hipotesis-hipotesis sebelumnya dapat dilihat jika *Corporate Governance* mempengaruhi peringkat sukuk dan peringkat sukuk mempengaruhi reaksi pasar. Pada penelitian yang dilakukan oleh Prafitri dan Aryani (2020) serta Elhaj *et al* (2015) menyatakan bahwa

mekanisme *Corporate Governance* melalui prinsip-prinsip transparansi, kewajaran, akuntabilitas, dan tanggung jawab mempunyai pengaruh terhadap peringkat sukuk. Dan dipenelitian yang dilakukan oleh Iskandar (2020) yang menghasilkan bahwa rating penerbitan sukuk berpengaruh terhadap nilai *return* saham yang menunjukkan adanya reaksi pasar. Dari pernyataan tersebut menunjukkan bahwa peringkat sukuk menjadi mediator antara hubungan *Corporate Governance* dan reaksi pasar. Hal ini juga menunjukkan bahwa terdapat pengaruh tidak langsung *Corporate Governance* terhadap reaksi pasar.

Berdasarkan pernyataan di atas, maka hipotesis penelitian yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut.

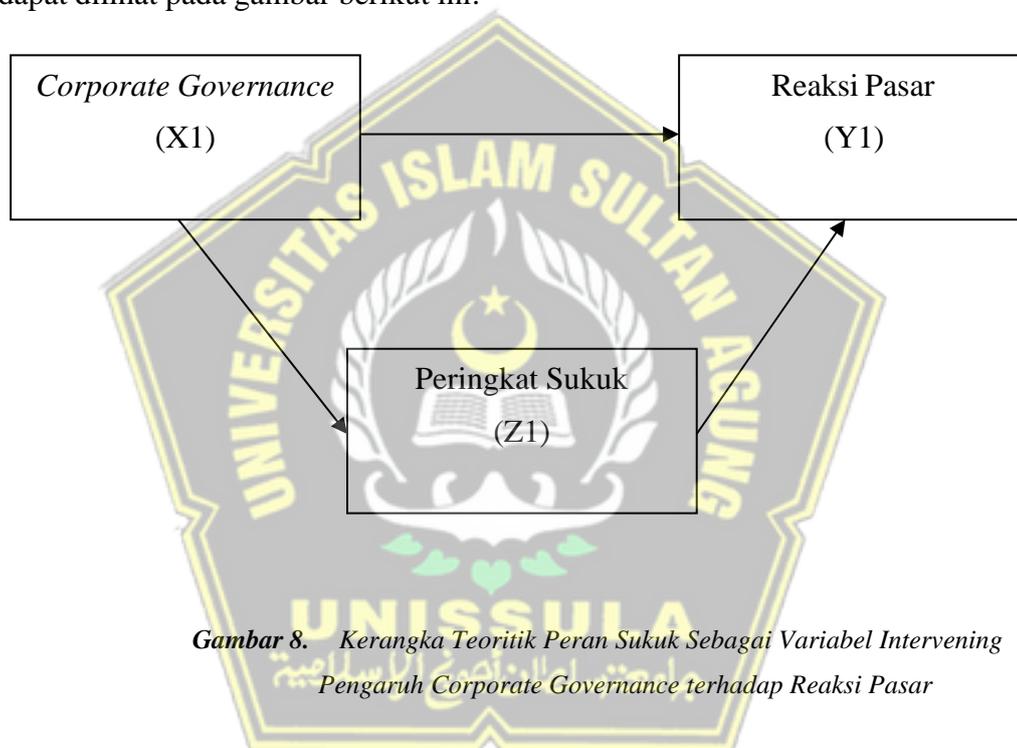
H4 : Peringkat sukuk merupakan variabel intervening hubungan antara *Corporate Governance* dengan reaksi pasar.

2.4. Kerangka Pemikiran

Penelitian ini didasari pada teori *agency* dan teori *signaling*. *Stakeholder* akan memberikan kewenangan kepada pihak manajemen untuk menjalankan kegiatan operasional perusahaan dengan imbalan dan fasilitas dengan didasarkan pada kinerja manajemen. Hal ini membuat manajemen melakukan segala cara untuk terlihat baik dimata *stakeholder* bahkan dapat melakukan *fraud*. Tindakan tersebut dapat merugikan *stakeholder*, sehingga diperlukan pengeluaran biaya agensi untuk mengawasi kegiatan manajemen. Untuk menekan biaya agensi perusahaan perlu menerapkan mekanisme *Corporate Governance*. Melalui prinsip-prinsip *Corporate Governance* perusahaan dapat menjalankan pengendalian internal dengan efisien. Dengan berkurangnya biaya agensi yang timbul maka dapat meminimalisir risiko gagal bayar atas kewajiban perusahaan dan akan berdampak pada peringkat sukuk. Teori *signaling* menjelaskan perusahaan memberikan sinyal berupa informasi yang dapat dimanfaatkan investor untuk mengambil keputusan. Salah satu informasi yang dimanfaatkan investor adalah peringkat sukuk. Dengan informasi tersebut investor akan melakukan transaksi di pasar modal. Transaksi yang dilakukan oleh investor akan berpengaruh terhadap reaksi pasar berupa perubahan harga investasi

dan *trading volume activity*. Agar informasi yang diberikan dapat dipercaya dan dapat dimanfaatkan berbagai pihak maka diperlukan penerapan mekanisme *Corporate Governance*. Dilihat dari penjelasan bahwa peringkat sukuk menjadi pemoderasi antara hubungan *Corporate Governance* dengan reaksi pasar.

Berdasarkan uraian diatas penelitian ini menguji mengenai peran peringkat sukuk sebagai variabel intervening dalam hubungan *Corporate Governance* dengan reaksi pasar. Kerangka pemikiran yang menggambarkan hubungan antar variabel dapat dilihat pada gambar berikut ini:



Gambar 8. Kerangka Teoritik Peran Sukuk Sebagai Variabel Intervening Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Reaksi Pasar

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah *applied research*. *applied research* adalah jenis penelitian yang meneliti variabel-variabel melalui pengujian hipotesis dengan menggunakan kerangka pemikiran yang dibuat terlebih dahulu dan bertujuan untuk menemukan pengetahuan secara praktis yang dapat diterapkan (Sugiyono, 2020:14). Penelitian ini menggunakan pendekatan yang bersifat kuantitatif yaitu metode penelitian yang menggunakan data penelitian berupa angka-angka dan analisis menggunakan alat statistik, metode ini juga disebut sebagai metode ilmiah karena bersifat konkrit/empiris, obyektif, terukur, rasional, dan sistematis (Sugiyono, 2020:16). Penelitian ini meneliti peran peringkat sukuk sebagai mediator dalam hubungan *Corporate Governance* dengan reaksi pasar.

3.2. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2016 - 2020. Pemilihan sampel berdasarkan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel berdasarkan pertimbangan subjektif peneliti, dimana data dapat dimasukkan ke dalam sampel apabila memenuhi kriteria tertentu yang ditetapkan oleh peneliti. Adapun kriteria dalam penentuan sampel adalah:

1. Sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia;
2. Sukuk yang peringkat oleh PEFINDO dan FITCH selama tahun 2016-2020;
3. Sukuk diterbitkan oleh perusahaan yang menerbitkan laporan tahunan secara lengkap pada tahun 2016-2020;
4. Perusahaan penerbit sukuk mempunyai data yang dibutuhkan dalam penelitian ini.

3.3. Sumber dan Jenis Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, yaitu data yang telah disediakan oleh pihak lain bukan dari peneliti itu sendiri dan dibuat untuk tujuan lain, data tersebut dapat diperoleh lewat orang lain atau dari dokumen (Sugiyono, 2020:194). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah Laporan Keuangan Perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. Data tersebut bersumber dari website Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id).

3.4. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang dilakukan dalam penelitian ini adalah dengan dokumentasi. Dokumentasi, yaitu catatan peristiwa pada masa lalu berupa tulisan, gambar, atau karya dari seseorang yang diperoleh dari mengumpulkan, mencatat, dan mengkaji dokumen (Sugiyono, 2020:314). Penelitian ini akan menggunakan dokumen yang berkaitan dengan data perusahaan yang diperlukan dalam penelitian.

3.5. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Dalam penelitian ini terdapat tiga variabel yang digunakan yaitu variabel independen, variabel dependen, dan variabel intervening.

3.5.1. Variabel Independen

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Corporate Governance*. *Corporate Governance* merupakan sistem yang dipergunakan perusahaan untuk mengarahkan dan mengendalikan kegiatan bisnisnya serta mengatur pembagian tugas, hak, dan kewajiban para pemegang saham, Dewan Pengurus, Para Manajer, dan semua anggota *stakeholders* non pemegang saham (OECD). Pada penelitian ini akan menggunakan Indeks Pengungkapan *Corporate Governance* (IPCG) yang dikembangkan pada penelitian yang dilakukan oleh Surifah (2011). Penyusunan indeks ini didasarkan pada pedoman operasional *Good Corporate Governance* yang disusun oleh Komite Nasional Kebijakan

Governance (KNKG) Bank Indonesia pada tahun 2006, hasil penelitian, literatur pada pemerintahan, dan undang-undang resmi terkait tata kelola perusahaan. Indeks ini mengacu pada asas-asas *Good Corporate Governance* yang terdiri dari asas transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi serta kewajaran dan kesetaraan.

Penilaian terhadap Indeks IPCG dilakukan dengan memberi skor sesuai dengan nilai skor pengungkapan pada lampiran penskoran IPCG apabila indeks terkait diungkapkan dalam laporan tahunan dan skor 0 apabila indeks terkait tidak diungkapkan dalam laporan tahunan. Sehingga, jika perusahaan terkait mengungkapkan seluruh indeks yang dimaksud dalam laporan tahunan maka penilaian akan mendapatkan skor penuh. Rumus yang digunakan untuk menentukan seberapa besar pengungkapan Indeks Pengungkapan *Corporate Governance* adalah sebagai berikut:

$$\text{IPCG} = \frac{\text{Jumlah item yang diungkapkan}}{\text{Jumlah skor maksimal}}$$

3.5.2. Variabel Dependen

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah reaksi pasar. Reaksi pasar merupakan tanggapan atau respon yang diperoleh dari informasi dari peristiwa tertentu yang menunjukkan perubahan pasar khususnya pasar modal Iskandar (2020). Penelitian yang akan menganalisis reaksi pasar efisien bentuk lemah (*weak form*) menggunakan alat ukur berupa *abnormal return*. *Abnormal return* menurut Jogiyanto (2003) merupakan kelebihan *return* yang sesungguhnya terjadi dengan *return* normal. *Return* normal dapat disebut juga sebagai *return* ekspektasi atau *return* yang diharapkan oleh investor. *Abnormal return* dapat terjadi sebelum informasi resmi diterbitkan biasanya karena terjadi kebocoran informasi (*leakage of information*). Formula untuk menghitung *abnormal return* sebagai berikut:

$$\text{AR}_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Keterangan :

$\text{AR}_{i,t}$ = *abnormal return* sekuritas i pada periode t

$R_{i,t}$ = *actual return* sekuritas i pada periode t

$E[R_{i,t}]$ = *expected return* sekuritas i pada periode t

Return sesungguhnya (*actual return*) dapat dihitung dari selisih antara harga sekuritas saat ini dengan harga sekuritas pada periode sebelumnya. Formula dari *return* sesungguhnya sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1})}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan :

$R_{i,t}$ = *actual return* sekuritas i pada periode t

$P_{i,t}$ = harga sekuritas i pada periode t

$P_{i,t-1}$ = harga sekuritas i pada periode sebelumnya

Dalam penelitian ini *expected return* dapat dihitung dengan menggunakan rumus *market-adjusted model*. Model ini menganggap bahwa pengestimasi terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas menggunakan *return* indeks pasar pada periode bersangkutan. Dalam *market-adjusted model* tidak memerlukan model untuk pengestimasi karena *return* sekuritas diintegrasikan melalui *return* indeks pasar.

Periode T merupakan periode sebelum periode peristiwa atau periode pengamatan. Periode peristiwa juga dapat disebut sebagai jendela peristiwa (*event window*). Menurut Jogiyanto (2003) periode pengamatan dapat berkisar 3 hari sampai 121 hari untuk data harian dan 3 bulan sampai 121 bulan untuk data bulanan. Dalam penelitian ini periode pengamatan berkisar 11 hari dimana 5 hari sebelum pengumuman rating sukuk, 1 hari saat pengumuman rating sukuk, dan 5 hari sesudah pengumuman rating sukuk. Hasil dari *abnormal return* nantinya akan diintegrasikan dengan rata-rata atau dapat disebut *average abnormal return* (AAR).

3.5.3. Variabel Intervening

Variabel intervening atau mediator dalam penelitian ini adalah peringkat sukuk. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Arundina dan Omar (2010) dijelaskan bahwa peringkat kredit (*Credit Rating*) merupakan sebuah kajian suatu perusahaan yang didasarkan pada riwayat peminjaman dan pengembalian pinjaman, *underlying asset*, kewajiban yang belum dibayarkan, dan keseluruhan kinerja dari sebuah perusahaan. Peringkat sukuk ini mempunyai fungsi sebagai informasi yang akan digunakan oleh investor di pasar modal dalam pengambilan keputusan. Peringkat sukuk yang digunakan dalam penelitian ini dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat di Indonesia yaitu PT. PEFINDO dan FITCH. Mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Prafitri dan Aryani (2020) pengukuran peringkat sukuk dilakukan dengan memberikan skor kepada masing-masing peringkat. Skor peringkat sukuk dapat dirinci sebagai berikut:

Tabel 4. Skor Peringkat Sukuk

Peringkat	Skor
idAAA	9
idAA	8
idA	7
idBBB	6
idBB	5
idB	4
idCCC	3
idSD	2
IdD	1

Sumber : Data Diolah

3.6. Teknik Analisis Data

Metode analisis data penelitian ini menggunakan metode analisis statistik deskriptif dan analisis jalur (*path analysis*). Alat analisis yang digunakan dalam

penelitian ini adalah analisis dengan bantuan program IBM Statistical Package for Social Sciences (SPSS).

3.6.1. Analisis Statistik Deskriptif

Menurut Sugiyono (2020:206) statistik deskriptif yang digunakan untuk menganalisis suatu data dengan menggambarkan data yang diperoleh tanpa ada maksud untuk membuat kesimpulan yang berlaku umum atau mengeneralisasi. Yang termasuk dalam statistik deskriptif adalah penyajian data berupa tabel, grafik, diagram lingkaran, pictogram, perhitungan modus, median, mean, perhitungan desil, persentil, perhitungan penyebaran data melalui standar deviasi dan prosentase (Sugiyono, 2020:207). Data yang diteliti dalam analisis statistik deskriptif adalah peringkat sukuk, *Corporate Governance*, dan reaksi pasar.

3.6.2. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik adalah analisis yang dilakukan untuk memberikan penilaian atau kepastian bahwa persamaan regresi yang didapatkan memiliki ketepatan dalam estimasi, tidak bias, dan konsisten. Asumsi klasik yang harus dipenuhi adalah data harus berdistribusi normal, tidak ada multikolinearitas, serta tidak ada heteroskedastisitas (Ghozali, 2018). Dengan begitu penelitian ini menggunakan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolonieritas, dan uji heteroskedasitas, yang akan dijelaskan sebagai berikut:

3.6.2.1. Uji Normalitas

Menurut Ghozali (2018:161) uji normalitas tujuannya untuk menguji apakah variabel pengganggu atau residual dalam model regresi memiliki distribusi normal. Deteksi uji normalitas data juga dapat dilakukan melalui analisis uji statistik Kolmogorov-Smirnov dan analisis grafik. Kolmogorov -Smirnov digunakan untuk menentukan apakah data telah

didistribusikan normal atau abnormal dengan memeriksa baris Asymp. Sig (2-tailed).

Hasil penelitian dikatakan berdistribusi normal atau terpenuhi apabila nilai Asymp. Sig (2-tailed) variabel residual lebih besar dari 0,05 atau 5%. Sebaliknya, jika nilai Asymp. Sig (2-tailed) kurang dari 0,05 atau 5% data tersebut tidak terdistribusi normal atau tidak memenuhi uji normalitas. Untuk analisis grafik dilihat dari ada tidaknya penyebaran data disekeliling garis diagonal dan mengikuti arah diagonal atau grafik histogram menunjukkan distribusi normal, hal tersebut menunjukkan model regresi telah memenuhi asumsi normalitas.

3.6.2.2. Uji Multikolinieritas

Uji Multikolinieritas adalah hubungan linier antar variabel independen dan terjadi jika satu variabel independen mempunyai tingkat korelasi yang tinggi dengan variabel independen yang lain. Untuk menentukan multikolinieritas, dapat dilihat melalui nilai *tolerance*. Dan nilai *Varians Inflation Factor* (VIF). Nilai *tolerance* rendah sama dengan nilai VIF tinggi (karena $VIF = 1/Tolerance$). Menurut Ghazali (2018:107), standar nilai *tolerance* dan VIF sebagai berikut:

- Jika dalam model regresi terdapat multikolinieritas atau nilai $tolerance \leq 0,10$ atau $VIF \geq 10$, maka terjadi multikolinieritas atau variabel bebas harus dikeluarkan dari persamaan supaya hasil yang diperoleh tidak bias.
- Apabila model regresi mempunyai nilai $tolerance \geq 0,10$ atau $VIF \leq 10$, maka menunjukkan bebas multikolinieritas.

3.6.2.3. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Untuk mendeteksi ada

tidaknya autokorelasi yaitu dengan menggunakan Durbin Watson Test. Jika antar residual tidak terdapat hubungan korelasi maka dikatakan bahwa residual adalah acak atau random. Jika hasil nilai Durbin Watson berada diantara dU dan $4-dU$, maka dikatakan dalam data tidak terjadi autokorelasi.

3.6.2.4. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi memiliki ketidaksamaan varian dari residual antara satu pengamatan ke pengamatan lainnya. apabila hasil dari pengamatan tetap maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas.. Model regresi yang baik adalah homokedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghazali,2018:137). Pada penelitian ini cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heterokedastisitas dilakukan melalui pengamatan uji Glejser dan grafik *scatterplot*. Pada grafik *scatterplot* dapat dilihat titik-titik penyebaran, jika penyebarannya terjadi diatas dan diangka 0 pada sumbu Y maka tidak terjadi gejala heteroskedastisitas pada model regresi yang digunakan dalam penelitian. Uji Glejser adalah uji hipotesis yang digunakan untuk mengetahui apakah model regresi terdapat indikasi heteroskedastisitas dengan meregresi absolut residual. Dasar pengambilan keputusan menggunakan pengujian Glejser adalah:

- Jika nilai signifikansi $> 0,05$ maka data tidak mengalami heteroskedastisitas.
- Jika nilai signifikansi $< 0,05$ maka data yang digunakan terjadi heteroskedastisitas.

3.6.3. Model Penelitian

Model regresi yang digunakan dalam penelitian ini akan dianalisis dengan *Path Analysis* atau analisis jalur. Analisis jalur akan diolah

dengan bantuan software SPSS versi 28 dengan persamaan struktural sebagai berikut:

$$\text{RATE} = \alpha + \beta_1 \text{IPCG} + e$$

$$\text{AAR} = \alpha + \beta_1 \text{IPCG} + \beta_2 \text{RATE} + e$$

Keterangan :

RATE = Peringkat sukuk

IPCG = *Corporate Governance*

AAR = Reaksi pasar

α = Konstanta

β_1 = Koefisien Regresi 1

β_2 = Koefisien Regresi 2

ρ = Koefisien jalur

3.6.4. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan untuk menyatakan hubungan antar variabel, dimana dalam penelitian ini akan meneliti hubungan variabel independen (X), variabel dependen (Y), dan variabel intervening (Z)

3.6.4.1. Uji Kelayakan Model Regresi (Uji Statistik F)

Uji F atau juga dikenal sebagai uji signifikansi simultan dilakukan dengan melihat nilai signifikansi F pada output hasil regresi menggunakan SPSS dengan signifikansi level 0.05 ($\alpha = 5\%$). Uji F ini dapat juga digunakan untuk menguji apakah semua variabel independen yang digunakan dalam model regresi mempunyai pengaruh secara

simultan terhadap variabel dependen (Ghozali,2018:332). Kriteria pengujiannya (Uji F) adalah sebagai berikut:

- H_0 ditolak jika nilai signifikan $F > 0,05$ berarti model regresi dalam penelitian ini tidak layak untuk digunakan dalam peneliian.
- H_0 diterima jika nilai signifikan $F < 0,05$ berarti model regresi dalam penelitian ini layak untuk digunakan dalam penelitian.

3.6.4.2. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi atau dapat disebut R^2 digunakan untuk mengukur proporsi pengaruh dari seluruh variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil nilai koefisien determinasi dijelaskan dalam angka antara nol dan satu. Jika nilai R^2 semakin kecil, maka semakin terbatas kemampuan variabel independen yang digunakan dalam menjelaskan variabel dependen. Untuk mencari tahu besar proporsi pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen yang dimasukkan dalam model. Apabila terdapat lebih dari satu variabel independen penelitian harus menggunakan nilai Adjusted R Square (Adj R^2) dan jika hanya ada satu variabel independen yang digunakan maka menggunakan R Square (R^2) untuk menjelaskan pengaruh variabel independennya (Ghozali, 2018:332).

3.6.4.3. Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Pengujian signifikansi parameter individual atau dapat disebut uji statistik t ini digunakan untuk mengetahui apakah variabel independen secara individual mempengaruhi variabel dependen dengan asumsi variabel independen lainnya tetap(Ghozali, 2018:98). Kriteria uji statistik t adalah seperti berikut ini:

- H_a ditolak, jika nilai signifikan $t > 0,05$ atau bila nilai signifikansi lebih dari nilai $\alpha 0,05$ yang artinya variabel independen secara individual tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen.
- H_a diterima, jika nilai signifikan $t \leq 0,05$ atau bila nilai signifikansi kurang dari atau sama dengan nilai $\alpha 0,05$ dan arah koefisien beta sesuai dengan arah hipotesis yang artinya variabel independen secara individual memiliki pengaruh terhadap variabel dependen.

3.6.4.4. Metode Analisis Jalur (*Path Analysis*)

Menurut Ridwan dan Kuncoro (2017:2) model analisis jalur digunakan untuk menganalisis pola hubungan antar variabel untuk menentukan dampak langsung atau secara tidak langsung dari variabel endogen ke variabel eksogen. Sedangkan menurut Retherford (1993) analisis jalur adalah teknik untuk menganalisis kausalitas dalam model regresi berganda, teknik ini tidak hanya menjelaskan pengaruh langsung variabel independen terhadap variabel dependen tetapi juga menjelaskan pengaruh tidak langsung variabel independen terhadap variabel dependen. Dengan analisis ini besaran pengaruh langsung maupun tidak langsung dapat diketahui. Berdasarkan Ridwan dan Kuncoro (2017: 116) analisis jalur pada dasarnya adalah koefisien regresi yang distandarisasi dimana koefisien regresi dihitung berdasarkan database yang ditetapkan dalam nomor buku atau *Z score* (nilai rata-rata kumpulan data = 0, standar deviasi = 1). Dalam penelitian ini koefisien jalur digunakan untuk menjelaskan besarnya pengaruh variabel eksogen untuk variabel endogen. Ketentuan dari koefisien ini adalah uji F berada pada $\text{Alpha} = 0,05$ atau $p \leq 0,05$ dimunculkan dalam tingkat signifikan F (sig F). Untuk uji t, tingkat signifikansi adalah $\text{Alpha} = 0,05$ atau $p \leq 0,05$ akan ditampilkan dengan kode Sig p. Analisis tersebut digunakan untuk melihat besarnya pengaruh tidak langsung variabel independen terhadap variabel dependen (Supriyanto dan Maharani, 2013).

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum Objek Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber dari laporan tahunan perusahaan selama periode 2016 sampai dengan 2020 yang diperoleh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) di alamat website www.idx.co.id dan website resmi perusahaan terkait, rating yang dikeluarkan oleh Lembaga Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO) pada alamat website www.pefindo.com dan FITCH Rating pada alamat website www.fitchratings.com, serta nilai saham perusahaan terkait dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang diperoleh pada website www.finance.yahoo.com serta sumber-sumber lain yang relevan dengan penelitian seperti buku dari Ghozali, jurnal, artikel, dan penelitian terdahulu.

Metode analisis data penelitian ini menggunakan metode analisis statistik deskriptif dan analisis jalur (*path analysis*). Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis dengan bantuan program IBM Statistical Package for Social Sciences (SPSS) versi 25 dan juga menggunakan bantuan perangkat lunak Microsoft Excel 2019. Populasi dalam penelitian berjumlah 162 sukuk korporasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2016 sampai dengan 2020. Penelitian ini menggunakan sampel obligasi syariah (sukuk) yang dikeluarkan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan dipilih dengan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel berdasarkan pertimbangan subjektif peneliti, dimana data dapat dimasukkan ke dalam sampel apabila memenuhi kriteria tertentu yang ditetapkan oleh peneliti. Dari hasil metode *purposive sampling* penelitian ini memiliki sampel sebanyak 95 sukuk perusahaan yang digunakan untuk analisis. Berikut tabel yang menyajikan data perolehan sampel berdasarkan kriteria yang telah ditentukan sesuai dengan kebutuhan penelitian:

Tabel 5. Rincian Perolehan Sampel Penelitian

Kriteria	Jumlah
Semua sukuk yang diterbitkan selama periode 2016 sampai dengan 2020	162
Sukuk yang tidak diperingkat oleh Lembaga Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO) dan FITCH	(0)
Sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan yang tidak menerbitkan laporan tahunan secara lengkap	(18)
Sukuk diterbitkan perusahaan yang tidak memiliki data harga saham	(49)
Total sampel penelitian	95

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2021

Berdasarkan tabel diatas maka dapat dilihat bahwa sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 17 perusahaan dimana terdapat 95 sukuk yang akan menjadi sampel penelitian. Sampel tersebut dipilih karena sudah memenuhi kriteria yang ditentukan serta sesuai dengan kebutuhan analisis untuk penelitian. Daftar sampel yang akan digunakan untuk penelitian ini dapat dirinci sebagai berikut:

Tabel 6. Sampel Data Penelitian

NO	KODE PENERBIT	TAHUN	NAMA SUKUK
1	ADMF	2016	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan II Adira Finance Tahap I Tahun 2015 Seri A
		2017	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan II Adira Finance Tahap III Tahun 2017 Seri C
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan III Adira Finance Tahap I Tahun 2017 Seri C
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan I Adira Finance Tahun

			2013
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan II Adira Finance Tahun 2015
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan II Adira Finance Tahap II Tahun 2016 Seri A
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan I Adira Finance Tahap II Tahun 2014 Seri B
		2018	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan III Adira Finance Tahap I Tahun 2017 Seri A
		2019	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan III Adira Finance Tahap IV Tahun 2019 Seri B
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan III Adira Finance Tahap II Tahun 2018 Seri C
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan III Adira Finance Tahap IV Tahun 2019 Seri C
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan III Adira Finance Tahap III Tahun 2019 Seri A
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan II Adira Finance Tahap II Tahun 2016 Seri B
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan III Adira Finance Tahap III Tahun 2019 Seri A
		2020	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan III Adira Finance Tahap III Tahun 2019 Seri B
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan III Adira Finance Tahap III Tahun 2019 Seri C
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan III Adira Finance Tahap IV Tahun 2017 Seri A
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan IV Tahun 2020
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan III Adira Finance Tahap I Tahun 2017 Seri B
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan III Adira Finance Tahap II Tahun 2018 Seri B
2	AGII	2020	Sukuk Ijarah Berkelanjutan II Aneka Gas Industri Tahap II Tahun 2020
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Aneka Gas Industri Tahap III Tahun 2019
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Aneka Gas Industri Tahap I Tahun 2017 Seri B
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Aneka Gas Industri Tahap II Tahun 2017 Seri B
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan II Aneka Gas Industri Tahap I Tahun 2020
3	AISA	2018	Sukuk Ijarah TPS Food I Tahun 2013
			Sukuk Ijarah TPS Food II Tahun 2016
4	BMRI	2016	Sukuk Subordinated Mudharabah 2016

			Sukuk Subordinated Noteds Mudharabah 2011
5	BMTR	2018	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Global Mediacom Tahap I Tahun 2017 Seri A
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Global Mediacom Tahap I Tahun 2017 Seri B
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Global Mediacom Tahap I Tahun 2017 Seri C
6	BNGA	2018	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan I Bank CIMB Niaga Tahap I Tahun 2018 Seri B
		2019	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan I Bank CIMB Niaga Tahap I Tahun 2018 Seri A
		2020	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan I Bank CIMB Niaga Tahap II Tahun 2019 Seri B
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan I Bank CIMB Niaga Tahap III Tahun 2020 Seri B
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan I Bank CIMB Niaga Tahap II Tahun 2019 Seri C
7	BNII	2019	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan II Bank Maybank Tahun 2017
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan I Bank Maybank Tahun 2014
		2020	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan II Bank Maybank Tahap I Tahun 2017
8	ELSA	2020	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Elnusa Tahap I Tahun 2020
9	EXCL	2020	Sukuk Ijarah Berkelanjutan II XL Axiata Tahap I Tahun 2018 Seri B
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan II XL Axiata Tahap II Tahun 2019 Seri B
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I XL Axiata Tahap II Tahun 2017 Seri C
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I XL Tahap I Tahun 2015 Seri D
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan II XL Axiata Tahap I Tahun 2018 Seri C
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan II XL Axiata Tahap II Tahun 2019 Seri C
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I XL Axiata Tahap II Tahun 2017 Seri D
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan II XL Axiata Tahap I Tahun 2018 Seri D
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan II XL Axiata Tahap II Tahun 2019 Seri D
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I XL Axiata Tahap II Tahun 2017 Seri E
Sukuk Ijarah Berkelanjutan II XL Axiata Tahap I Tahun			

			2018 Seri E
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan II XL Axiata Tahap II Tahun 2019 Seri E
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I XL Axiata Tahap I Tahun 2015 Seri D
10	ISAT	2016	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Indosat Tahap II Tahun 2015 Seri E
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Indosat Tahap III Tahun 2015 Seri B
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Indosat Tahap IV Tahun 2016 Seri D
		2017	Sukuk Ijarah V Indosat Tahun 2012
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Indosat Tahap IV Tahun 2016 Seri A
		2018	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Indosat Tahap I Tahun 2014 Seri C
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan II Indosat Tahap I Tahun 2017 Seri B
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Indosat Tahap II Tahun 2015 Seri D
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan II Indosat Tahap II Tahun 2017 Seri C
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Indosat Tahap III Tahun 2015 Seri A
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan II Indosat Tahap I Tahun 2017 Seri C
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan II Indosat Tahap II Tahun 2017 Seri D
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan II Indosat Tahap I Tahun 2017 Seri D
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan II Indosat Tahap II Tahun 2017 Seri E
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan II Indosat Tahap II Tahun 2017 Seri A
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan III Indosat Tahap I Tahun 2019 Seri C
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan III Indosat Tahap II Tahun 2019 Seri C
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan III Indosat Tahap I Tahun 2019 Seri D
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan III Indosat Tahap I Tahun 2019 Seri E
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan III Indosat Tahap II Tahun 2019 Seri D
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Indosat Tahap I Tahun 2014

			Seri B
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan III Indosat Tahap I Tahun 2019 Seri A
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Indosat Tahap IV Tahun 2016 Seri B
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan III Indosat Tahap II Tahun 2019 Seri A
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan II Indosat Tahap II Tahun 2017 Seri B
11	JSMR	2019	Sukuk Ijarah Jasamarga Tahun 2019
		2020	Sukuk Ijarah Jasamarga Tahun 2019
12	KAEF	2019	MTN Syariah Mudharabah I Kimia Farma Tahun 2019
13	MYOR	2017	Sukuk Mudharabah II Mayora Tahun 2012
14	SGRO	2020	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Sampoerna Agro Tahap I Tahun 2020 Seri A
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Sampoerna Agro Tahap I Tahun 2020 Seri B
15	SMRA	2018	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Summarecon Tahap I Tahun 2013
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Summarecon Tahun 2013
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Summarecon Tahap III Tahun 2015
		2019	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Summarecon Tahap II Tahun 2014
16	TINS	2017	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Timah Tahap I Tahun 2017 Seri B
		2020	Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Timah Tahap II Tahun 2019
			Sukuk Ijarah Berkelanjutan I Timah Tahap I Tahun 2017 Seri A
17	WIKA	2020	Sukuk Mudharabah Berkelanjutan I Wijaya Karya Tahap I Tahun 2020 Seri A
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan I Wijaya Karya Tahap I Tahun 2020 Seri B
			Sukuk Mudharabah Berkelanjutan I Wijaya Karya Tahap I Tahun 2020 Seri C

Sumber : Data sekunder yang diolah

4.2. Hasil Uji Instrumen Penelitian

4.2.1. Analisis Statistik Deskriptif

Langkah pertama sebelum menguji hipotesis penelitian yang telah diajukan adalah menyajikan gambaran dari masing-masing analisis statistic deskriptif.

Menurut Sugiyono (2020:206) statistik deskriptif digunakan untuk menganalisis suatu data dengan menggambarkan data yang diperoleh tanpa ada maksud untuk membuat kesimpulan yang berlaku umum atau mengeneralisasi. Analisis deskriptif pada penelitian ini menggunakan variabel *Corporate Governance*, peringkat sukuk, dan reaksi pasar. Hasil dari analisis statistic deskriptif dari semua variabel penelitian yang digunakan disajikan pada tabel berikut ini:

Tabel 7. Hasil Analisis Deskriptif

Descriptive Statistics								
	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance	Median
IPCG	95	48.00	68.00	116.00	94.8842	8.64902	4.8006	98
AAR	95	.032696159	-.016178010	.016518149	.00105867670	.008342142197	.0006768	.00120
RATING	95	8.00	1.00	9.00	8.3263	1.36399	.8609	9
Valid (listwise)	N 95							

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2021

Keterangan : IPCG = Indeks Pengungkapan *Corporate Governance*

AAR = *Average Abnormal Return*

Corporate Governance (X_1) ini diukur dengan menggunakan Indeks Pengungkapan *Corporate Governance* (IPCG), dalam penelitian ini diperoleh rata-rata (*mean*) sebesar 94,8842, dengan nilai minimum 68 yaitu perusahaan Tiga Pilar Sejahtera Food, Tbk pada tahun 2018 dan nilai *maximum* 116 yaitu perusahaan PT Bank Cimb Niaga Tbk tahun 2020. Nilai penyimpangan pada *Corporate Governance* sebesar 8,64902 lebih rendah dari rata-rata yaitu 94,8842, maka dapat disimpulkan bahwa penyebaran data dari variabel *Corporate Governance* dalam penelitian ini merata.

Peringkat sukuk (Z_1) ini diukur dengan pemberian skor pada masing-masing peringkat yang didapatkan oleh sukuk korporasi, dalam penelitian ini diperoleh rata-rata (*mean*) sebesar 8,3263, dengan nilai minimum 1 yang merupakan perolehan skor dari 2 sukuk yang diterbitkan oleh Tiga Pilar Sejahtera Food, Tbk pada tahun 2018 dan nilai *maximum* 9 yaitu 66 sukuk yang dijadikan sampel dalam penelitian ini. Nilai penyimpangan pada *Corporate Governance* sebesar 1,36399 lebih rendah dari rata-rata yaitu 8,3263, maka dapat disimpulkan bahwa penyebaran data dari variabel *Corporate Governance* dalam penelitian ini merata.

Reaksi pasar (Y_1) ini diukur dengan nilai *Average Abnormal Return* (AAR) dari peristiwa pengumuman rating sukuk, dalam penelitian ini diperoleh rata-rata (*mean*) sebesar 0,00105867670, dengan nilai minimum -0,016178010 yaitu sukuk yang diterbitkan PT Indosat pada tahun 2018 dan nilai *maximum* 0,016518149 yaitu sukuk yang diterbitkan oleh Adira Dinamika Multi Finance, Tbk pada tahun 2016. Nilai penyimpangan pada reaksi pasar sebesar 0,00834 lebih rendah dari rata-rata yaitu 0,016518149, maka dapat disimpulkan bahwa penyebaran data dari variabel reaksi pasar dalam penelitian ini merata.

4.2.2. Uji Asumsi Klasik

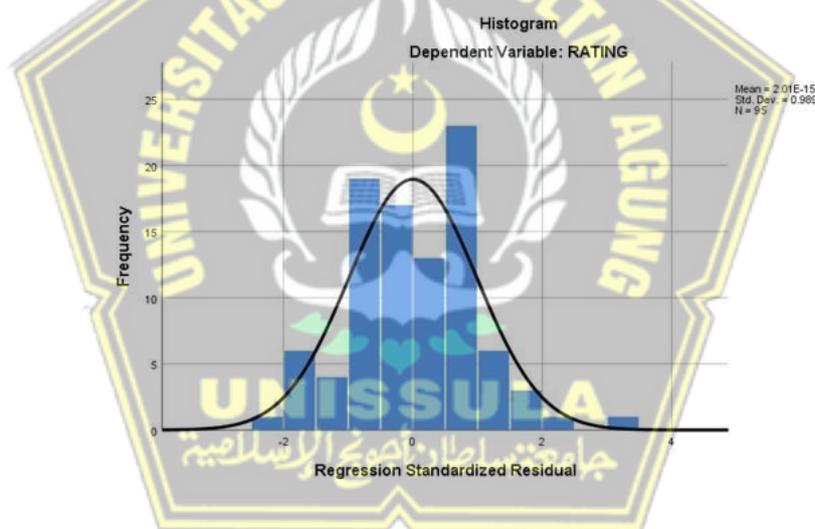
Analisis uji asumsi klasik dilakukan untuk memberikan penilaian atau kepastian bahwa persamaan regresi yang didapatkan memiliki ketepatan dalam estimasi, tidak bias, dan konsisten. Asumsi klasik yang harus dipenuhi adalah data harus berdistribusi normal, tidak ada multikolinearitas, serta tidak ada heteroskedastisitas (Ghazali, 2018).

4.2.2.1. Hasil Uji Normalitas

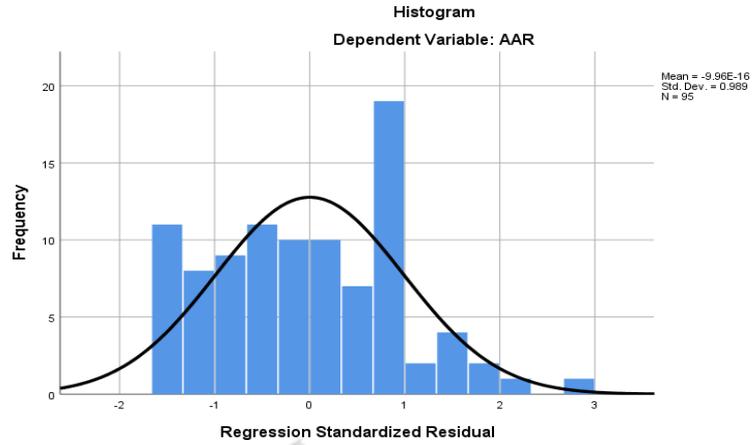
Uji normalitas perlu dilakukan agar dapat diketahui apakah data yang digunakan dalam penelitian terdistribusi normal atau tidak. Hal ini diperlukan karena model regresi yang baik harus memiliki data yang terdistribusi normal. Deteksi uji normalitas dalam penelitian ini dilakukan

melalui analisis uji statistik Kolmogorov-Smirnov dan analisis grafik. Kolmogorov -Smirnov digunakan untuk menentukan apakah data telah didistribusikan normal atau abnormal dengan memeriksa baris Asymp. Sig (2-tailed).

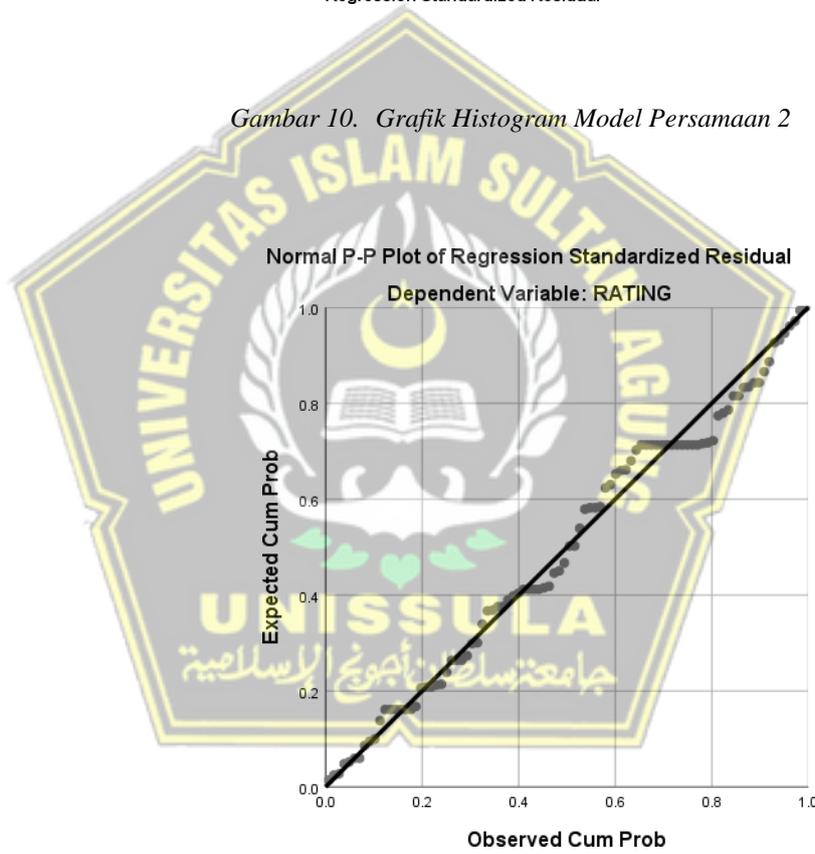
Hasil penelitian dikatakan berdistribusi normal atau terpenuhi apabila nilai Asymp. Sig (2-tailed) variabel residual lebih besar dari 0,05 atau 5%. Sebaliknya, jika nilai Asymp. Sig (2-tailed) kurang dari 0,05 atau 5% data tersebut tidak terdistribusi normal atau tidak memenuhi uji normalitas. Untuk analisis grafik dilihat dari ada tidaknya penyebaran data disekeliling garis diagonal dan mengikuti arah diagonal hal tersebut menunjukkan model regresi telah memenuhi asumsi normalitas. Analisis grafik dilakukan dengan melihat *normal probability plot* yang dapat dilihat dibawah ini:



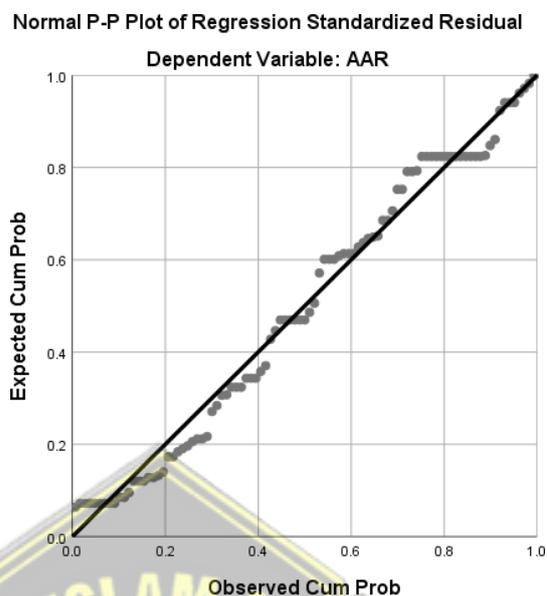
Gambar 9. Grafik Histogram Model Persamaan 1



Gambar 10. Grafik Histogram Model Persamaan 2



Gambar 11. Grafik normal probability plot Model Persamaan 1



Gambar 12. Grafik normal probability plot Model Persamaan 2

Berdasarkan gambar diatas dapat dilihat bahwa penyebaran data disekeliling garis diagonal pada grafik *normal probability plot* Model Persamaan 1 dan Model Persamaan 2 selalu mengikuti arah garis diagonal hal ini menunjukkan model regresi telah memenuhi asumsi normalitas dan data yang digunakan terdistribusi normal.

Tabel 8. *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*

		Unstandardized Residual	
		Model	Model
		Persamaan 1	Persamaan 2
N		95	95
Normal Parameters^{a,b}	Mean	.0000000	.0000000
	Std. Deviation	.00530013	.00530013
Most Extreme Differences	Absolute	.084	.084
	Positive	.084	.084
	Negative	-.066	-.066
Test Statistic		.084	.080
Asymp. Sig. (2-tailed)		.096 ^c	.153 ^c

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.
- c. Lilliefors Significance Correction.

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2021

Berdasarkan tabel 8 diatas dapat dilihat bahwa Model Persamaan 1 penelitian menunjukkan nilai Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0,096. Sedangkan Model Persamaan 2 penelitian menunjukkan nilai Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0,153. Nilai Asymp. Sig (2-tailed) variabel residual pada Model Persamaan 1 dan Model Persamaan 2 memiliki nilai lebih besar dari 0,05 atau 5%. Data penelitian ini dapat dikatakan berdistribusi normal atau terpenuhi.

4.2.2.2. Hasil Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dilakukan untuk melihat ada tidaknya korelasi antar variabel independennya. Jika nilai *Tolerance* lebih besar dari 0,1 dan *Variance Inflation Factor* (VIF) lebih kecil dari 10 maka dalam penelitian ini dapat dikatakan tidak terjadi multikolinieritas antar sesama variabel independent. Dalam uji ini juga masih menggunakan model regresi 2. Hasil dari uji multikolinieritas pada model regresi ini dapat dilihat sebagai berikut:

Tabel 9. Hasil Uji Multikolinieritas

Model	Unstandardized		Standardized	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	Coefficients					Coefficients	Tolerance
	B	Std. Error	Beta				
(Constant)	-.034	.007		-4.510	.000		
IPCG	.001	.000	.660	7.418	.000	.816	1.225
RATING	-.003	.001	-.505	-5.674	.000	.816	1.225

a. Dependent Variable: AAR

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2021

Keterangan : IPCG = Indeks Pengungkapan *Corporate Governance*

Berdasarkan hasil uji multikolinieritas pada model penelitian diatas dapat dilihat bahwa variabel independent yang digunakan dalam penelitian ini tidak saling berkolerasi. Hal ini ditunjukkan dari nilai *tolerance* variabel *Corporate Governance* sebesar 0,816 dan hasil nilai *tolerance* variabel peringkat suzuk sebesar 1,225 dimana hasil nilai VIF kedua variabel tersebut lebih besar dari 0,1 dan lebih kecil dari 10. Maka dapat dikatakan bahwa dalam penelitian ini tidak terjadi gejala multikolinieritas antar variabel.

4.2.2.3. Hasil Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (sebelumnya). Untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi yaitu dengan menggunakan uji *Durbin Watson Test*. Jika antar residual tidak terdapat hubungan korelasi maka dikatakan bahwa residual adalah acak atau random. Jika hasil nilai *Durbin Watson* berada diantara dU dan 4-dU, maka dikatakan dalam data tidak terjadi autokorelasi. Berikut tabel yang menunjukkan hasil dari uji auto korelasi:

Tabel 10. Autokorelasi dengan Durbin Watson Test

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.692 ^a	.479	.474	.70376	1.931
2	.453 ^a	.205	.188	.00535806	2.106

a. Predictors: (Constant), RATING, IPCG

b. Dependent Variable: AAR

Sumber : Data sekunder diolah, 2021

Keterangan : IPCG = Indeks Pengungkapan *Corporate Governance*

AAR = *Average Abnormal Return*

Pada tabel Model Summary di atas diperoleh informasi nilai Durbin-Watson pada Model Persamaan 1 sebesar 1,931 sedangkan pada Model Persamaan 2 sebesar 2,106 dan jumlah sampel (N) sebanyak 95 dengan variabel bebas (k) sebesar 2. Selain itu didapatkan informasi sebagai berikut:

$$dL = 1,623$$

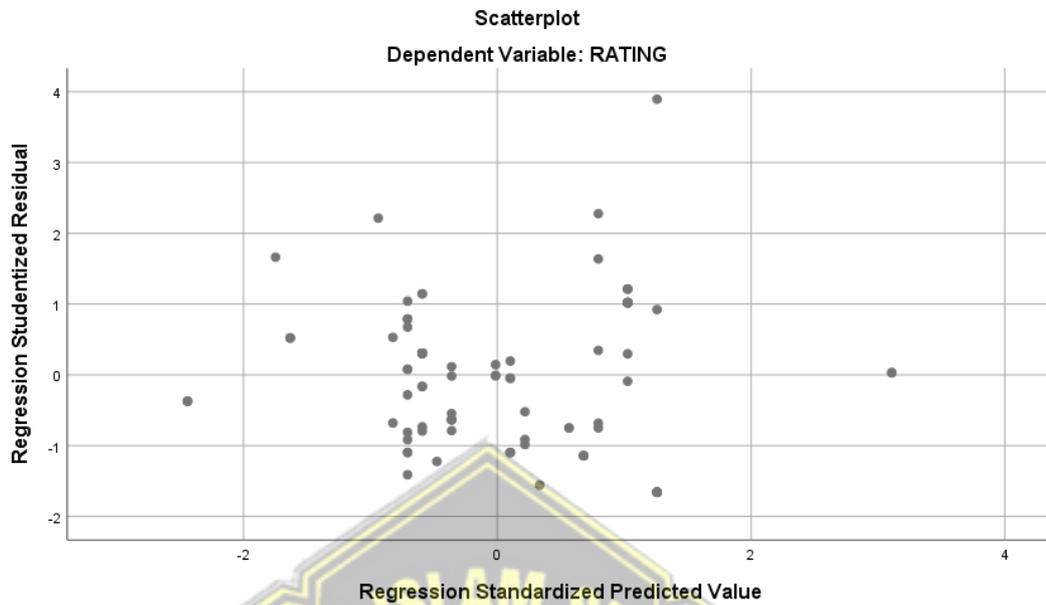
$$dU = 1,709$$

$$4 - dU = 2,291$$

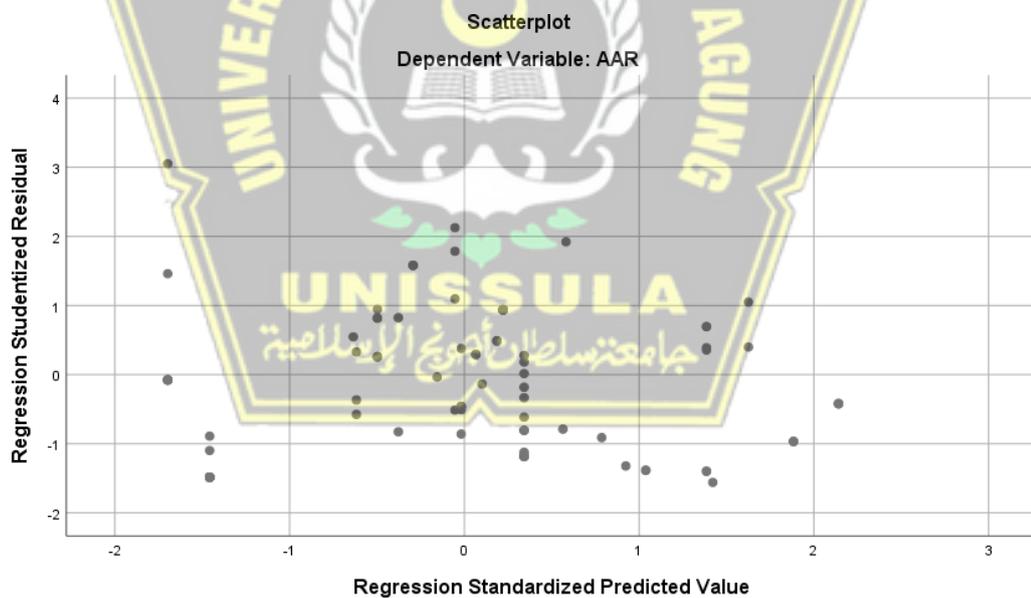
Maka Nilai Durbin-Watson berada diantara dU dan $4 - dU$ ($1,709 < 1,931$ dan $2,106 < 2,291$) yang artinya tidak terjadi gejala autokorelasi.

4.2.2.4. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas diperlukan untuk mengetahui apakah pada model regresi yang digunakan dalam penelitian terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lainnya. Salah satu cara untuk mendeteksi terjadinya heteroskedastisitas adalah melihat grafik *scatterplot* antara nilai prediksi variabel dependen yaitu ZPRED dengan residualnya yaitu SPRESID. Selain itu gejala heteroskedastisitas juga dapat dilihat dengan uji Glejser. Uji Glejser adalah uji hipotesis yang digunakan untuk mengetahui apakah model regresi terdapat indikasi heteroskedastisitas dengan meregresi absolut residual. Jika nilai signifikansi $> 0,05$ maka data tidak mengalami heteroskedastisitas. Berikut ini adalah hasil dari uji heteroskedastisitas pada model penelitian ini:



Gambar 13. Grafik Scatterplot Model Persamaan 1



Gambar 14. Grafik Scatterplot Model Persamaan 2

Berdasarkan output grafik Scatterplots di atas diketahui bahwa :

1. Titik-titik data penyebar di atas dan di bawah atau di sekitar angka 0.
2. Titik-titik data tidak mengumpul hanya di atas atau di bawah saja.

3. Penyebaran titik-titik data tidak membentuk pola bergelombang melebar kemudian menyempit dan melebar kembali.
4. Penyebaran titik-titik data tidak berpola.

Dengan demikian dapat diketahui bahwa tidak terjadi masalah heteroskedastisitas, sehingga model regresi yang baik dan ideal dapat terpenuhi. Untuk meyakinkan bahwa tidak terjadi masalah heteroskedastisitas pada model regresi yang digunakan maka peneliti juga melakukan uji Glejser. Hasil uji Glejser dapat dilihat di bawah ini:

Tabel 11. Uji Heteroskedastisitas dengan Glejser Test Model Persamaan 1

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
(Constant)	.012	.004	3.093			.003
IPCG	-7.137E-5	.000	-.177	-1.731		.087

a. Dependent Variable: ABS_RES

Tabel 12. Uji Heteroskedastisitas dengan Glejser Test Model Persamaan 2

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
(Constant)	.012	.004	3.113			.002
IPCG	-6.244E-5	.000	-.155	-1.362		.176
RATING	.000	.000	-.052	-.455		.650

a. Dependent Variable: ABS_RES

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2021

Keterangan : IPCG = Indeks Pengungkapan *Corporate Governance*

Rating = Peringkat Sukuk

Dari hasil uji Glejser pada model regresi 1 yang digunakan menunjukkan bahwa nilai signifikansi dari variabel *Corporate Governance* sebesar 0,087 sedangkan pada model regresi 2 sebesar 0,176 dimana hasil tersebut lebih besar dari 0,05 sehingga model regresi yang digunakan memang benar bebas dari masalah

heteroskedastisitas. Dari hasil uji Glejser pada variabel peringkat sukuk sebesar 0,650 dimana hasil tersebut lebih besar dari 0,05 sehingga model regresi yang digunakan memang benar bebas dari masalah heteroskedastisitas.

4.3. Hasil Pengujian Hipotesis

Teknik analisis yang digunakan adalah analisis jalur (*Path Analysis*) yang merupakan pengembangan dari analisis regresi berganda. Pengolahan data penelitian ini menggunakan bantuan *software* IBM statistic SPSS versi 25 dan Microsoft Excel 2019. Hasil dari analisis tersebut nantinya akan diinterpretasikan untuk mengetahui pengaruh dari masing-masing variabel baik secara simultan maupun secara parsial. Dalam model penelitian ini terdapat dua model persamaan yang digunakan yaitu:

$$\text{Model Persamaan 1} \Rightarrow \text{RATE} = \alpha + \beta_1 \text{ IPCG} + e$$

$$\text{Model Persamaan 2} \Rightarrow \text{AAR} = \alpha + \beta_1 \text{ IPCG} + \beta_2 \text{ RATE} + e$$

4.3.1. Hasil Uji Statistik F

Uji F atau juga dikenal sebagai uji signifikansi simultan dilakukan dengan melihat nilai signifikansi F pada output hasil regresi menggunakan SPSS dengan signifikansi level 0.05 ($\alpha = 5\%$). Uji F ini dapat juga digunakan untuk menguji apakah semua variabel independen yang digunakan dalam model regresi mempunyai pengaruh secara simultan terhadap variabel dependen (Ghozali, 2018:332). Hipotesis diterima jika nilai signifikan $F < 0,05$ dan berarti model regresi dalam penelitian ini layak untuk digunakan dalam penelitian. Pada penelitian ini uji simultan menggunakan 2 model regresi. Berikut hasil uji signifikansi simultan pada model persamaan 1:

Tabel 13. Hasil Uji F Model Persamaan 1

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	32.166	1	32.166	20.961	.000 ^b
Residual	142.718	93	1.535		
Total	174.884	94			

a. Dependent Variable: RATING

b. Predictors: (Constant), IPCG

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2021

Keterangan : IPCG = Indeks Pengungkapan *Corporate Governance*

Pada hasil pengujian *Corporate Governance* secara simultan berpengaruh terhadap peringkat sukuk hal itu terlihat dari hasil nilai signifikansi sebesar 0,000. Lalu dilakukan juga uji simultan pada model persamaan 2. Berikut hasil uji signifikansi simultan pada model persamaan 2:

Tabel 14. Hasil Uji F Model Persamaan 2

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	.003	2	.001	31.324	.000 ^b
Residual	.004	92	.000		
Total	.007	94			

a. Dependent Variable: AAR

b. Predictors: (Constant), RATING, IPCG

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2021

Keterangan : IPCG = Indeks Pengungkapan *Corporate Governance*

AAR = Average Abnormal Return

Nilai signifikansi yang didapatkan dari uji simultan model persamaan 2 sebesar 0,000. Nilai tersebut lebih kecil dari 0,05 yang artinya *Corporate Governance* dan peringkat sukuk secara bersama-sama memiliki pengaruh signifikan terhadap reaksi pasar.

4.3.2. Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi atau dapat disebut R^2 digunakan untuk mengukur proporsi pengaruh dari seluruh variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil nilai koefisien determinasi dijelaskan dalam angka antara nol dan satu. Jika nilai R^2 semakin kecil, maka semakin terbatas kemampuan variabel independen yang digunakan dalam menjelaskan variabel dependen. Untuk mencari tahu besar proporsi pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen yang dimasukkan dalam model. Apabila terdapat lebih dari satu variabel independen penelitian harus menggunakan nilai Adjusted R Square ($Adj R^2$) dan jika hanya ada satu variabel independen yang digunakan maka menggunakan R Square (R^2) untuk menjelaskan pengaruh variabel independennya (Ghozali, 2018:332). Berikut adalah hasil dari uji koefisien determinasi dari Model Persamaan 1 dan Model Persamaan 2:

Tabel 15. Hasil Uji Koefisien Determinasi Model Persamaan 1

Model Summary					
Model	R	R Square	Adjusted Square	R	Std. Error of the Estimate
1	.429 ^a	.184	.175		1.23879

a. Predictors: (Constant), IPCG

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2021

Keterangan : IPCG = Indeks Pengungkapan *Corporate Governance*

Berdasarkan pada tabel 14 diatas nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,175, hal ini menunjukkan bahwa sebesar 17,5% variabel dependen yaitu peringkat sukuk yang diukur melalui skala dari 1 sampai dengan 9 dipengaruhi oleh variabel independent *Corporate Governance* yang diukur melalui Indeks Pengungkapan *Corporate Governance* (IPCG). Sedangkan sisanya 82,5% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain diluar model penelitian.

Tabel 16. Hasil Uji Koefisien Determinasi Model Persamaan 2

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.636 ^a	.405	.392	.006503850535

a. Predictors: (Constant), RATING, IPCG

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2021

Keterangan : IPCG = Indeks Pengungkapan *Corporate Governance*

Berdasarkan pada tabel 15 diatas nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,392, hal ini menunjukkan bahwa sebesar 39,2% variabel dependen yaitu reaksi pasar yang dihitung melalui *Average Abnormal Return* (AAR) dipengaruhi oleh variabel independent *Corporate Governance* yang diukur melalui Indeks Pengungkapan *Corporate Governance* (IPCG) dan peringkat sukuk yang diukur melalui skala dari 1 sampai dengan 9. Sedangkan sisanya 60,8% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain diluar model penelitian.

4.3.3. Hasil Uji Statistik t

Pengujian signifikansi parameter individual atau dapat disebut uji statistik t ini digunakan untuk mengetahui apakah variabel independen secara individual mempengaruhi variabel dependen dengan asumsi variabel independen lainnya tetap (Ghozali, 2018:98). Hipotesis akan diterima, jika nilai signifikan $t \leq 0,05$ atau bila nilai signifikansi kurang dari atau sama dengan nilai α (0,05) dan arah koefisien beta sesuai dengan arah hipotesis yang artinya variabel independen secara individual memiliki pengaruh terhadap variabel dependen. Berikut adalah hasil uji regresi Model Persamaan 1 dan Model Persamaan 2:

Tabel 17. Hasil Uji Statistik *t* Model Persamaan 1

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	1.909	1.407		1.356	.178
IPCG	.068	.015	.429	4.578	.000

a. Dependent Variable: RATING

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2021

Keterangan : IPCG = Indeks Pengungkapan *Corporate Governance*

Tabel 18. Hasil Uji Statistik *t* Model Persamaan 2

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.034	.007		-4.510	.000
IPCG	.001	.000	.660	7.418	.000
RATING	-.003	.001	-.505	-5.674	.000

a. Dependent Variable: AAR

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2021

Keterangan : IPCG = Indeks Pengungkapan *Corporate Governance*

AAR = *Average Abnormal Return*

1. Hipotesis 1

Hasil pengujian hipotesis pengaruh variabel *Corporate Governance* terhadap peringkat sukuk pada tabel 17 menunjukkan nilai koefisien dengan arah positif sebesar 0,068 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Nilai signifikansi tersebut sesuai dengan syarat diterimanya hipotesis yaitu lebih kecil dari 0,05 sehingga hipotesis 1 diterima. Hasil dari pengujian ini menunjukkan variabel *Corporate Governance* berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk.

2. Hipotesis 2

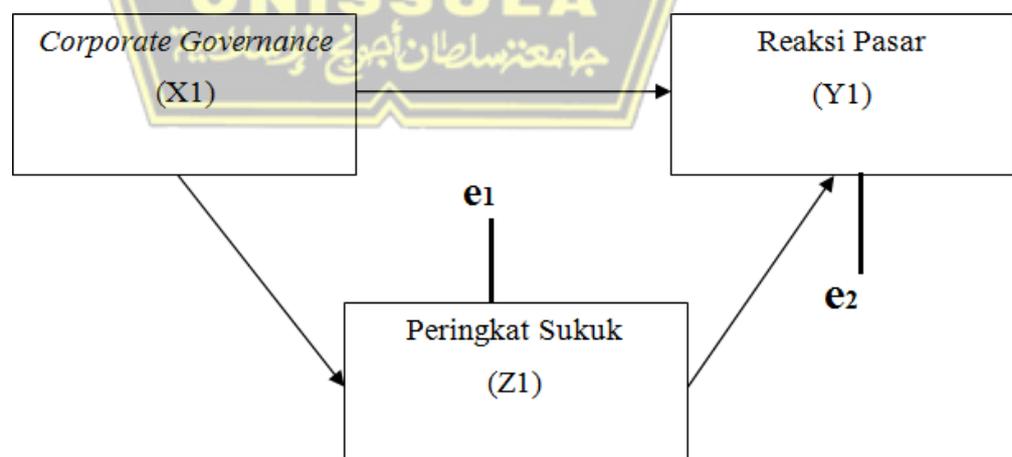
Hasil pengujian hipotesis pengaruh variabel *Corporate Governance* terhadap reaksi pasar pada tabel 18 menunjukkan nilai koefisien dengan arah positif sebesar 0,001 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05 sehingga hipotesis 2 diterima. Hasil dari pengujian ini menunjukkan variabel *Corporate Governance* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar.

3. Hipotesis 3

Hasil pengujian hipotesis pengaruh variabel peringkat sukuk terhadap reaksi pasar pada tabel 18 menunjukkan nilai koefisien dengan arah negatif sebesar -0,003 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05 sehingga hipotesis 3 ditolak. Hasil dari pengujian ini menunjukkan variabel peringkat sukuk berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar.

4.3.4. Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung

Pada penelitian ini hipotesis yang diajukan akan di uji satu-persatu, kerangka penelitian yang akan di uji dapat digambarkan sebagai berikut:



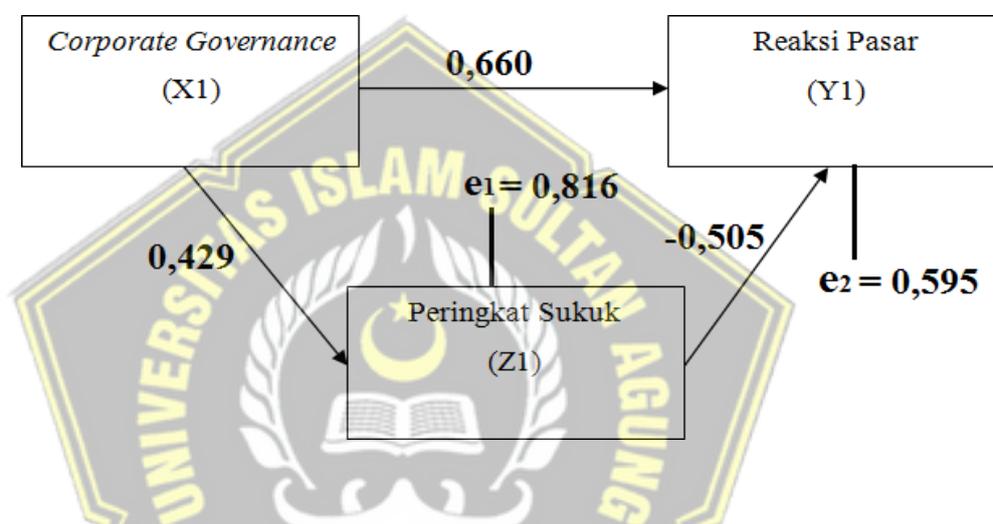
1. Koefisien Jalur Model Persamaan 1

Nilai e_1 dapat dicari dengan rumus $e_1 = \sqrt{(1-0,184)} = 0,816$ sedangkan nilai standardized coefficient regression $X = 0,429$

2. Koefisien Jalur Model Persamaan 2

Nilai e_2 dapat dicari dengan rumus $e_2 = \sqrt{(1-0,405)} = 0,595$ sedangkan nilai standardized coefficient regression $X = 0,660$ dan $Z = -0,505$

Dari koefisien jalur diatas hubungan langsung dan tidak langsung antar variabel penelitian ini dapat dilihat sebagai berikut:



Gambar 15. Hubungan antar variabel

Berdasarkan gambar 11 diatas dapat diketahui pengaruh langsung yang diberikan X terhadap Y sebesar 0,660. Sedangkan pengaruh tidak langsung X melalui Z terhadap Y adalah perkalian antara nilai beta X terhadap Z dengan nilai beta Z terhadap Y yaitu $0,429 \times |-0,505| = 0,216$. Maka pengaruh total yang diberikan X terhadap Y adalah pengaruh langsung ditambah dengan pengaruh tidak langsung yaitu $0,660 + 0,216 = 0,876$. Berdasarkan hasil perhitungan diketahui bahwa nilai pengaruh langsung 0,660 dan pengaruh tidak langsung 0,216 yang berarti bahwa nilai pengaruh tidak langsung lebih kecil dibandingkan dengan nilai pengaruh langsung, hasil ini menunjukkan bahwa secara tidak langsung *Corporate Governance* melalui peringkat tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap AAR. Artinya, Peringkat sukuk bukan merupakan variabel intervening hubungan antara *Corporate Governance* dengan reaksi pasar.

4.4. Pembahasan

4.4.1. Pengaruh Corporate Governance terhadap peringkat sukuk

Hasil analisis pada uji t membuktikan *Corporate Governance* berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk. Dalam melakukan investasi berupa sukuk terdapat risiko gagal bayar yang dapat merugikan investor. Untuk menghindari risiko tersebut investor perlu mencari informasi terkait sukuk tersebut. Salah satu informasi yang dapat dimanfaatkan oleh investor adalah peringkat sukuk. Peringkat sukuk menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar margin atau bagi hasil dan pelunasan pokok sukuk saat jatuh tempo.

Agar peringkat sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan mendapatkan grade yang tinggi perlu diterapkan mekanisme *Corporate Governance*, dengan mekanisme ini perusahaan dapat menekan risiko gagal bayar yang dapat timbul dengan mengurangi biaya agensi. Mekanisme *Corporate Governance* dapat mengurangi biaya agensi melalui kegiatan pengawasan terhadap kinerja manajemen dan mencegah terjadinya asimetri informasi antara kreditur dengan perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Prafitri dan Aryani (2020) serta Elhaj *et al* (2015) yang menyatakan bahwa mekanisme *Corporate Governance* yang diprosikan melalui kepemilikan manajerial dan ukuran dewan mempunyai pengaruh positif terhadap peringkat sukuk.

4.4.2. Pengaruh Corporate Governance terhadap reaksi pasar

Hasil analisis pada uji t membuktikan *Corporate Governance* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar. Dalam melakukan transaksi di pasar modal investor memerlukan informasi untuk dijadikan dasar dalam pengambilan keputusan. Untuk melindungi hak-hak pemegang saham dalam mendapatkan informasi yang benar dan sesuai dengan keadaan sebenarnya perlu diterapkan mekanisme *Corporate Governance*, karena informasi yang dibuat-buat dapat menjerumuskan investor untuk mengambil keputusan yang salah dan dapat merugikan investor.

Penerapan mekanisme *Corporate Governance* bermanfaat untuk meningkatkan kualitas laporan keuangan yang dihasilkan melalui kegiatan pengawasan terhadap kinerja manajemen. Selain itu informasi mengenai komitmen perusahaan dalam menerapkan *Corporate Governance* dalam lini bisnisnya akan memberikan nilai tambah (*value added*) karena penerapan mekanisme tersebut dapat meningkatkan efisiensi usaha dan pertanggungjawaban kepada publik. Hal tersebut membuat investor yakin terhadap informasi yang diberikan oleh perusahaan dan investor akan melakukan transaksi di pasar modal sehingga berpengaruh terhadap reaksi pasar yang diukur melalui *abnormal return* (La Porta *et al*, 2002). Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Bayu Tri (2013) yang menyatakan bahwa mekanisme *Corporate Governance* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap reaksi pasar. Penelitian yang dilakukan oleh Tristiari (2005) juga menghasilkan bahwa penerapan *corporate governance* yang tercermin dari prinsip yaitu transparansi, kewajaran, akuntabilitas dan tanggungjawab memiliki pengaruh positif signifikan terhadap reaksi pasar yang diproses dengan *abnormal return*.

4.4.3. Pengaruh peringkat sukuk terhadap reaksi pasar

Hasil analisis pada uji t membuktikan peringkat sukuk berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar. Hasil ini bertentangan dengan hipotesis yang sudah disusun sebelumnya dimana diprediksi hasil analisis akan menunjukkan peringkat sukuk berpengaruh positif.

Di pasar modal para investor akan mendasarkan keputusannya pada informasi yang tersedia. Salah satu informasi yang dapat dimanfaatkan dalam berinvestasi sukuk adalah pengumuman peringkat sukuk. Pengumuman peringkat sukuk akan dianalisis sehingga investor dapat melihat dampak positif atau negatif dari peristiwa tersebut. Dari hasil analisis para investor akan memutuskan untuk melakukan transaksi di pasar modal ataupun tidak. Transaksi yang dilakukan oleh investor dapat berdampak pada harga saham dan *trading volume activity*. Perubahan harga investasi dapat dilihat melalui adanya *abnormal return* (Tandelilin, 2010).

Abnormal return dari perubahan harga tersebut dapat digunakan untuk mengukur reaksi pasar yang terjadi.

Dari hasil analisis menunjukkan bahwa peringkat sukuk yang tinggi akan menghasilkan *abnormal return* yang rendah. *Abnormal return* negatif menunjukkan bahwa *return* yang didapatkan (*actual return*) oleh investor lebih rendah dibanding dengan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* yang didapatkan dari investasi sukuk cenderung lebih rendah dibandingkan dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). IHSG merupakan salah satu indeks pasar saham yang digunakan oleh Bursa Efek Indonesia. Dimana Bursa Efek Indonesia masih didominasi oleh saham korporasi. *Return* investasi sukuk didasarkan pada aset yang dimiliki perusahaan sehingga *return* sukuk terhindar dari manipulasi pasar, berbeda dengan *return* dari investasi saham yang dipengaruhi dari berbagai faktor yang salah satunya adalah manipulasi pasar. Manipulasi pasar biasanya dilakukan oleh investor berpengalaman yang dapat memanfaatkan media massa untuk memanipulasi kondisi tertentu. Hal ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Iskandar (2020) yang menghasilkan bahwa rating penerbitan sukuk berpengaruh positif terhadap nilai *return* saham. Demikian juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Purwaningsih dan Khoiruddin (2016) yang menyatakan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk jenis mudharabah.

4.4.4. Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap Reaksi Pasar Dengan Intervening Peringkat Sukuk

Dari hasil analisis jalur yang telah dilakukan menunjukkan peringkat sukuk bukan merupakan variabel intervening hubungan antara *Corporate Governance* dengan reaksi pasar. Namun *Corporate Governance* dan peringkat sukuk secara bersama-sama berpengaruh terhadap reaksi pasar. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Prafitri dan Aryani (2020) serta Elhaj *et al* (2015) menyatakan bahwa mekanisme *Corporate Governance* melalui prinsip-prinsip transparansi, kewajaran, akuntabilitas, dan tanggung jawab mempunyai pengaruh

terhadap peringkat sukuk dan penelitian yang dilakukan oleh Iskandar (2020) yang menghasilkan bahwa rating penerbitan sukuk berpengaruh terhadap nilai return saham yang menunjukkan adanya reaksi pasar, hal ini menunjukkan *Corporate Governance* dan peringkat sukuk secara bersama-sama berpengaruh terhadap reaksi pasar.

Peringkat sukuk bukan merupakan variabel intervening hubungan antara *Corporate Governance* dengan reaksi pasar dibuktikan dari pengaruh langsung yang dihasilkan dari analisis jalur lebih besar dari pada pengaruh tidak langsung. Dengan kata lain bahwa *Corporate Governance* lebih berhubungan langsung terhadap reaksi pasar tanpa perantara peringkat sukuk. Dalam penelitian ini *Corporate Governance* memiliki pengaruh positif terhadap reaksi pasar, sedangkan peringkat sukuk memiliki pengaruh negatif terhadap reaksi pasar. Hal ini menunjukkan bahwa kedua variabel tersebut secara bersama-sama memiliki pengaruh terhadap reaksi pasar namun tidak ada unsur variabel intervening didalamnya karena hasil penelitian dari variabel *Corporate Governance* dan peringkat sukuk memiliki pengaruh yang berkebalikan terhadap reaksi pasar.



BAB V

PENUTUP

5.1. Kesimpulan

Dengan pembahasan dipenelitian ini dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

1. Hasil analisis menunjukkan *Corporate Governance* berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk. Dengan mekanisme *Corporate Governance* perusahaan dapat menekan risiko gagal bayar yang dapat timbul dengan mengurangi biaya agensi sehingga perusahaan mendapatkan peringkat sukuk yang tinggi.
2. Hasil analisis menunjukkan *Corporate Governance* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar. Informasi mengenai komitmen perusahaan dalam menerapkan *Corporate Governance* dalam lini bisnisnya akan memberikan nilai tambah (*value added*), hal tersebut membuat investor yakin terhadap informasi yang diberikan oleh perusahaan dan investor akan melakukan transaksi di pasar modal sehingga berpengaruh terhadap reaksi pasar.
3. Hasil analisis menunjukkan peringkat sukuk berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar. *Return* yang didapatkan dari investasi sukuk cenderung lebih rendah dibandingkan dengan Indeks Harga Saham Gabungan karena investasi sukuk didasarkan pada aset yang dimiliki perusahaan sehingga *return* sukuk terhindar dari manipulasi pasar.
4. Hasil analisis menunjukkan peringkat sukuk bukan merupakan variabel intervening antara hubungan *Corporate Governance* dengan reaksi pasar. Namun peringkat sukuk dan *Corporate Governance* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar.

5.2. Keterbatasan Penelitian

Ada beberapa keterbatasan yang ditemukan dalam penelitian ini yang kemungkinan bisa mempengaruhi hasil penelitian, yaitu:

1. Perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini merupakan perusahaan-perusahaan yang menerbitkan sukuk dan terdaftar di BEI dengan periode penelitian hanya lima tahun yaitu 2016-2020 sehingga belum bisa menggeneralisasikan hasil penelitian.
2. Dalam penelitian ini nilai R^2 (koefisien determinasi) hanya 17,5% pada persamaan 1 dan 39,2% pada persamaan 2, sehingga ada banyak variabel independen lainnya yang belum termasuk dalam model.

5.3. Saran

Dengan melihat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini, maka dapat disampaikan saran-saran untuk digunakan dipenelitian selanjutnya, yakni penjelasannya:

1. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat meneliti dapat menambah populasi dengan menambah periode penelitian dan menambahkan variabel penelitian seperti nilai penerbitan sukuk seperti penelitian yang dilakukan oleh Iskandar dan Ridwan pada tahun 2019 sehingga dapat menjelaskan variasi variabel independen dan memberikan kemungkinan yang lebih besar untuk memperoleh kondisi yang sebenarnya. Selain itu disarankan juga agar menambahkan sampel penelitian dengan perusahaan selain di BEI dan periode dalam penelitian sehingga mendapatkan hasil sesuai dengan harapan yaitu bisa menggeneralisasikan hasil penelitian.
2. Bagi manajemen perusahaan diharapkan dapat meningkatkan kinerja dengan penerapan mekanisme *Corporate Governance* dengan baik agar meminimalisir risiko kerugian yang dapat timbul dan juga dapat memberikan *value added* kepada investor sehingga akan berdampak pada peringkat sukuk dan reaksi pasar yang tinggi.

3. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi tambahan referensi untuk investor dalam mengambil keputusan sebelum berinvestasi pada surat berharga khususnya sukuk. Faktor yang perlu diperhatikan oleh investor adalah peringkat Sukuk karena informasi tersebut dapat memperkirakan adanya risiko gagal bayar.



DAFTAR PUSTAKA

- Agustia, D. (2017). Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Dewan Komisaris Terhadap Corporate Social Responsibility Dan Reaksi Pasar. *EKUITAS (Jurnal Ekonomi Dan Keuangan)*, 17(3), 376.
<https://doi.org/10.24034/J25485024.Y2013.V17.I3.2258>
- Anugerah, R., Ekonomi, F., & Riau, U. (2014). *Peranan Good Corporate Governance Dalam Pencegahan Fraud Rita Anugerah Fakultas Ekonomi Universitas Riau*. 3(1), 101–113.
- Arsani, S. H., & Asyik, N. F. (2015). *Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Reaksi Pasar : Kinerja Keuangan Sebagai Variabel Moderating Salah Satu Penyebab Krisis Ekonomi Tersebut ialah Rendahnya Penerapan Praktik Good Corporate Governance (GCG) Pada Perusahaan Di Indonesia , Seperti . 4(1), 1–20.*
- Arundina, T., & Omar, D. M. A. (2010). Faktor Penentu Peringkat Sukuk. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 12(1), 105–123.
<https://doi.org/10.21098/Bemp.V12i1.351>
- Bayu Tri Prasetio Mukti. (2013). *Pengaruh Mekanisme Corporate Governance, Kinerja Lingkungan Dan Pengungkapan Lingkungan Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar.*
- Black, B. S. (2005). The Corporate Governance Behavior And Market Value Of Russian Firms. *SSRN Electronic Journal*, 2(212).
<https://doi.org/10.2139/SSRN.263014>
- Dewi Sanjaya, I., & Martono, S. (2012). *Pengaruh Pengumuman Peringkat Sukuk Terhadap Reaksi Pasar*. 1(2), 120–128.
- Eisenhardt, K. M., & Eisenhardt, K. M. (2018). *Linked References Are Available On JSTOR For This Article : Agency Theory : An Assessment And Review*. 14(1), 57–74.

- Elhaj, M. A. A., Muhamed, N. A., & Ramli, N. M. (2015). The Influence Of Corporate Governance, Financial Ratios, And Sukuk Structure On Sukuk Rating. *Procedia Economics And Finance*, 31(McMillen 2007), 62–74. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01132-6](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01132-6)
- Elhaj, M. A., Muhamed, N. A., & Ramli, N. M. (2018). The Effects Of Board Attributes On Sukuk Rating. *International Journal Of Islamic And Middle Eastern Finance And Management*, 11(2), 312–330. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-03-2017-0057>
- Fama, E. F. (1970). *Efficient Capital Markets*. 25(2), 28–30.
- Fauzulhaq, M. F. (2016). Sukuk Mudhârabah. *Al-Iqtishad: Journal Of Islamic Economics*, 3(1). <https://doi.org/10.15408/Aiq.V3i1.2499>
- Godlewski, C. J., Turk-Ariss, R., & Weill, L. (2016). Do The Type Of Sukuk And Choice Of Shari'a Scholar Matter? *Journal Of Economic Behavior And Organization*, 132, 63–76. <https://doi.org/10.1016/J.Jebo.2016.04.020>
- Governance, C. (N.D.). *Naskah Buku Lengkap*. 1–162.
- Hons, D. M. C., D, A. P., & Ekonomi, F. (2005). *Good Corporate Governance Pada Perusahaan Di Indonesia (Tinjauan Perspektif Teori Keagenan) Disampaikan Pada Sidang Senat Guru Besar Universitas Diponegoro Dalam Rangka Pengusulan Jabatan Guru Besar Oleh : 1–52.*
- Iskandar, M. (2020). *Pengaruh Penerbitan Sukuk Terhadap Reaksi Pasar (Survey Terhadap Perusahaan-Perusahaan Yang Menerbitkan Obligasi Syariah Yang Terdaftar Dibursa Efek Indonesia*. 4(3).
- Iskandar, M., & Ridwan, R. (2020). Pengaruh Penerbitan Sukuk Terhadap Reaksi Pasar (Survey Terhadap Perusahaan-Perusahaan Yang Menerbitkan Obligasi Syariah Yang Terdaftar Dibursa Efek Indonesia Selama Tahun 2015). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Akuntansi*, 4(3), 496–503. <https://doi.org/10.24815/Jimeka.V4i3.12583>

- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection, And Performance In Emerging Markets. *Journal Of Corporate Finance*, 10(5), 703–728. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)
- Meckling, M. C. J. And W. H. (1976). Theory Of The Firm: Managerian Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics*, 3, 305–360. <https://doi.org/10.1177/0018726718812602>
- M. H. A. H. (2018). Perkembangan Obligasi Syariah (Sukuk) Di Indonesia. *Iqtishaduna*, 8(2), 173–184. <https://doi.org/10.20414/Iqtishaduna.V8i2.694>
- Muhammad Edo Irfandi & Wasilah. (2013). Pengaruh Mekanisme Corporate Governance Terhadap Peringkat Sukuk Perusahaan Di Indonesia. *FE UI*. <https://doi.org/10.31937/Akuntansi.V3i1.42>
- Noviana, L., & Solovida, G. T. (2018). Pengaruh Likuiditas , Leverage, Rating Obligasi Syariah , Risiko Obligasi Syariah Terhadap Yield Obligasi Syariah (Sukuk). *Stability: Journal Of Management And Business*, 1(2), 171–188. <https://doi.org/10.26877/Sta.V1i2.3226>
- Prafitri, M., & Aryani, Y. A. (2020). Pengaruh Corporate Governance Terhadap Peringkat Sukuk Perusahaan Yang Diperingkat Oleh PEFINDO Tahun 2007-2016. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 5(3), 197–210. www.jurnal.stie-aas.ac.id/Jej/Article/Download%0A
- Purwaningsih, & Khoiruddin, M. (2016). Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Penerbitan Sukuk Mudharabah Dan Obligasi Konvensional. *Management Analysis Journal*, 5(4), 299–313.
- Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, And R. V. (2002). Investor Protection And Corporate Control. *Journal Of Corporate Finance*, 47(3), 174–190. <https://doi.org/10.1016/J.Jcorpfin.2017.09.002>
- Saprida. (2016). Akad Salam Dalam Transaksi Jual Beli. *Jurnal Ilmu Syariah*, 4(1), 121.

- Savitri, E. (2015). Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 13(4), 689–696.
- Setyaningrum, D. (2005). Pengaruh Mekanisme Corporate Governance Terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan Di Indonesia. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 2(2), 73–102. <https://doi.org/10.21002/jaki.2005.11>
- Siamat, D. (2010). *Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara / Sukuk Negara - Instrumen Keuangan Berbasis Syariah*. 60.
- Sudarsono. (2020). *Peran Obligasi Syariah (Sukuk) Bagi Pemb ^ Guan*.
- Suhardiyah, M. (2017). *Universits PGRI Adi Buana Surabaya*. 1411, 76–88.
- The, A., Of, I., & Governance, C. (2013). Arranging The Index Of Corporate Governance. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 2(1), 1–16. <https://doi.org/10.15294/jdm.v2i1.2483>
- Tristiarini, N. (2005). *Pengaruh Penerapan CG Terhadap Abnormal Return*.
- Zakiah, F. (2018). *Perbandingan Risiko Sukuk Dan Obligasi Konvensional Perspektif Fiqih Kontemporer*. 1(September 2017), 107–128.

