

## **Pengaruh Profitabilitas dan Solvabilitas Terhadap *Yield* Sukuk dengan Peringkat Sukuk Sebagai Variabel Moderator pada Perusahaan di Indonesia**

**Eprisa Risky Setiyani**

Institut Agama Islam Negeri Kudus  
[eprisarisky@gmail.com](mailto:eprisarisky@gmail.com)

**Jadzil Baihaqi**

Institut Agama Islam Negeri Kudus  
[jadzilbaihaqi@iainkudus.ac.id](mailto:jadzilbaihaqi@iainkudus.ac.id)

**Supriyadi**

Institut Agama Islam Negeri Kudus  
[arbysupriyadi@gmail.com](mailto:arbysupriyadi@gmail.com)

### **ABSTRACT**

---

*This study aims to determine the effect of profitability and solvency on sukuk yields with Sukuk ratings as moderator variables. The population of this study is the company that issued Sukuk on the IDX in 2014-2017. By using a purposive sampling technique, there are 9 companies with 34 Sukuk as the final sample. This study uses a quantitative approach with secondary data types. The analysis technique uses multiple linear regression and Moderated Regression Analysis supported by IBM SPSS 24. The results are (1) Profitability does not have a significant effect on sukuk yield. This is because regardless of the company's profits, the investor still receives a refund and the fee specified. (2) Solvability has a significant positive effect on sukuk yield. (3) The sukuk rating is not able to moderate the relationship between profitability and sukuk yield. (4) Sukuk rating can moderate the solvency relationship with sukuk yield.*

**Keywords :** Profitability; Solvancy; Sukuk rating; Sukuk yield

## ABSTRAK

---

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh profitabilitas dan solvabilitas terhadap yield sukuk dengan peringkat Sukuk sebagai variabel moderator. Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang menerbitkan Sukuk di BEI pada tahun 2014-2017. Dengan menggunakan teknik purposive sampling, terdapat 9 perusahaan dengan 34 Sukuk sebagai sampel akhir. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan tipe data sekunder. Teknik analisis menggunakan regresi linier berganda dan *Moderated Regression Analysis* yang didukung oleh IBM SPSS 24. Hasilnya adalah (1) Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap yield sukuk. Ini karena terlepas dari keuntungan perusahaan, investor masih menerima pengembalian dana dan *fee* yang ditentukan. (2) Solvabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap yield sukuk. (3) Peringkat sukuk tidak mampu memoderasi hubungan profitabilitas dengan yield sukuk. (4) Peringkat sukuk dapat memoderasi hubungan solvabilitas dengan yield sukuk.

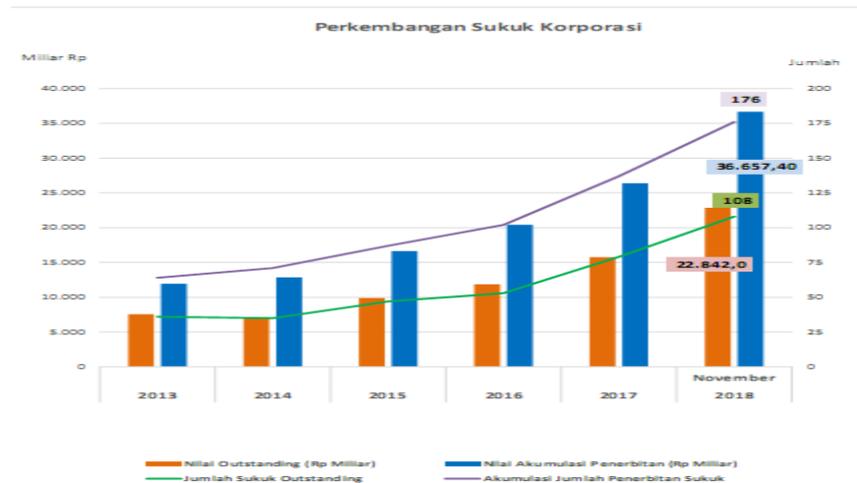
**Kata kunci :** Profitabilitas; Solvabilitas; Peringkat sukuk; Yield sukuk

## PENDAHULUAN

Di Indonesia instrumen pasar modal syariah yang saat ini semakin berkembang dan diminati investor yaitu berupa efek yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Oleh karena itu efek tersebut dikatakan sebagai Efek Syariah. Dalam Peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah disebutkan bahwa Efek Syariah adalah Efek sebagaimana dimaksud dalam UUPM dan peraturan pelaksanaannya yang akad, cara, dan kegiatan usaha yang menjadi landasan pelaksanaannya tidak bertentangan dengan prinsip - prinsip syariah di Pasar Modal. Sampai dengan saat ini, Efek Syariah yang telah diterbitkan di pasar modal Indonesia meliputi Saham Syariah, Sukuk dan Unit Penyertaan dari Reksa Dana Syariah (OJK,2018).

Terdapat perkembangan obligasi syariah (sukuk) sejak tahun 2013 sampai dengan November 2018 dapat dilihat pada grafik berikut ini:

Gambar 1. Perkembangan Sukuk Korporasi Tahun 2013 – 2018



Sumber: [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id)

Berdasarkan data Otoritas Jasa Keuangan yang tergambarkan pada grafik di atas menunjukkan bahwa penerbitan sukuk korporasi di Indonesia terus meningkat dari tahun 2013 sampai dengan November 2018. Nilai akumulasi penerbitan sukuk korporasi per November 2018 tercatat sebanyak Rp 36.657 miliar atau tumbuh Rp 12.210 miliar sebesar 49,96% dibandingkan dengan perolehan akhir tahun 2017 yang hanya sekitar Rp 24.441 miliar. Adapun akumulasi jumlah penerbitan sukuk hingga November 2018 mencapai 176 sukuk. Total nilai *outstanding* sukuk korporasi senilai Rp 22.842 miliar atau naik sebesar 62,04% dari tahun 2017 yang mencatat Rp 14.096 miliar. Hingga November 2018 jumlah sukuk korporasi yang *outstanding* di Bursa Efek Indonesia mencapai 176 emisi.

Secara umum tujuan penanaman modal atau investasi adalah untuk mendapatkan modalnya kembali atau dengan keuntungan (*imbal hasil*). *Yield* atau imbal hasil sukuk merupakan ukuran pengembalian yang akan diterima investor sukuk yang cenderung bersifat tidak tetap, tergantung pada perjanjian atas *fee* dan bagi hasil yang telah ditetapkan pada akad saat pertama kali (Dheni dan Harjum, 2015). Selain *yield* atau imbal hasil yang dilihat investor sebagai pertimbangan untuk menanamkan modal pada produk obligasi syariah, *rating* sukuk juga sebagai dasar penting untuk diperhatikan. Peringkat sukuk merupakan indikator ketepatan waktu pembayaran pokok utang dan bagi hasil obligasi syariah yang diperdagangkan. Peringkat (*rating*) yang diberikan oleh *rating agency* akan menyatakan apakah obligasi berada pada peringkat *investment grade* atau *noninvestment grade* (Arisanti, 2014).

Ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi imbal hasil (*yield*) sukuk yang berasal dari faktor internal maupun eksternal. Pada penelitian ini peneliti menggunakan faktor internal yaitu rasio dalam laporan keuangan yang juga sebagai penilaian *rating* sukuk. Pada penelitian Hamida (2015) rasio DER diperoleh berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield to maturity* obligasi syariah. Menjelaskan bahwa semakin besar DER maka *yield to maturity* akan mengalami penurunan. Hal tersebut ditunjukkan bahwa besarnya tingkat hutang yang dimiliki perusahaan akan meningkatkan resiko gagal bayar sehingga *yield to maturity* yang

didapat investor akan semakin tinggi. Sedangkan penelitian Rosdiani (2014), solvabilitas secara parsial berpengaruh terhadap *yield to maturity*, sedangkan ukuran perusahaan secara parsial tidak berpengaruh terhadap *yield to maturity*. Solvabilitas dan ukuran perusahaan secara simultan berpengaruh terhadap *yield to maturity* obligasi. Hasil penelitian Situmorang (2017), DER tidak berpengaruh signifikan positif terhadap *yield to maturity*. Dan penelitian oleh Hapsari (2013) DER menunjukkan hasil yang berpengaruh signifikan terhadap YTM obligasi. Hal ini dapat disimpulkan bahwa semakin besar risiko yang dihadapi, investor akan meminta *yield* yang semakin tinggi. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tingginya risiko *default* perusahaan dimasa yang akan datang, maka akan berdampak pada tingginya *yield* perusahaan, sebaliknya jika semakin besar tingkat risiko maka semakin besar keuntungan yang diisyaratkan oleh para investor. Dari beberapa penelitian tersebut mengenai rasio DER terhadap *yield* sukuk terdapat ketidakkonsistenan hasil penelitian. Hal tersebut juga terdapat dalam penelitian mengenai rasio profitabilitas terhadap *yield* sukuk. Pada penelitian Yuinar dkk., (2013) pengaruh profitabilitas terhadap *yield* obligasi tidak signifikan. Sedangkan dalam penelitian Fristi dkk., (2018) variabel ROA/profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield* obligasi.

Selain kedua faktor internal atau variabel rasio keuangan yang mempengaruhi *yield* sukuk, variabel *rating* sukuk juga terdapat beberapa penelitian yang hasilnya tidak konsisten. Seperti pada penelitian Dheni dan Harjum (2015) menghasilkan *rating* sukuk memiliki koefisien korelasi positif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap *yield* sukuk karena *rating* merupakan salah satu sinyal positif dari emiten kepada investor sehingga investor akan memilih sukuk dengan peringkat sukuk yang tinggi atau dan tidak berpengaruh secara signifikan karena dengan *rating* yang tinggi, belum tentu menghasilkan *yield* yang tinggi pula sehingga porsi pengaruh *rating* sebagai sinyal belum kuat dan membutuhkan sinyal positif lainnya dari emiten. Sedangkan penelitian dari Oktavian (2015) secara parsial *rating* obligasi berpengaruh signifikan terhadap *yield* Obligasi. Hal tersebut berarti obligasi dengan *rating* yang tinggi cenderung menawarkan *yield* yang lebih rendah sedangkan obligasi dengan *rating* rendah cenderung menawarkan *yield* yang lebih besar.

Dari beberapa penelitian di atas, variabel-variabel yang mempengaruhi *yield* sukuk memiliki hasil yang tidak konsisten untuk itu penelitian ini dilakukan untuk mengkaji variabel-variabel sebelumnya atas dasar *research gap* yang terjadi. Dan penelitian yang akan diteliti memiliki perbedaan dengan penelitian sebelumnya yaitu menempatkan peringkat/*rating* sukuk sebagai variabel moderator. Karena terdapat keterkaitan antar variabel-variabel dalam penelitian sebelumnya.

## TINJAUAN LITERATUR

### Sukuk

Dalam dunia pasar modal syariah di Indonesia maupun internasional sekarang ini sukuk merupakan istilah baru yang dikenalkan sebagai pengganti dari istilah obligasi syariah (*islamic bonds*). Sukuk berasal dari bahasa Arab "*sakk*" (tunggal) dan "*sukuk*" (jamak) yang memiliki arti serupa dengan pengikat atau *note*. Dalam pemahaman praktisnya, sukuk merupakan bukti (*claim*) kepemilikan.

Sebuah sukuk mewakili kepentingan, baik penuh maupun proporsional dengan sebuah atau sekumpulan aset (Rivai, 2010).

Menurut fatwa Dewan Syariah Nasional No: 32/DSN-MUI/IX/2002 menyatakan obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Sebagai salah satu Efek Syariah, sukuk memiliki karakteristik yang berbeda dengan obligasi. Sukuk bukan merupakan surat utang, melainkan bukti kepemilikan bersama atas suatu aset/proyek. Setiap sukuk yang diterbitkan harus mempunyai aset yang dijadikan dasar penerbitan (*underlying asset*). Klaim kepemilikan pada sukuk didasarkan pada aset/proyek yang spesifik. Penggunaan dana sukuk harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal. Imbalan bagi pemegang sukuk dapat berupa imbalan, bagi hasil, atau margin, sesuai dengan jenis akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk (OJK, 2017).

Menurut AAOIFI (*the Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*), terdapat banyak jenis sukuk yang dikenal secara internasional, diantaranya sukuk ijarah, sukuk mudharabah, sukuk musyarakah, dan sukuk istishna (Datuk, 2014).

### **Yield (Imbal Hasil) Sukuk**

Sesuai syariah, Sukuk atau Obligasi syariah tidak mengenal adanya premium maupun diskon, karena prinsip al-hawalah (pengalihan piutang dengan tanggungan bagi hasil), sehingga harga yang digunakan adalah harga nominal pelunasan jatuh tempo obligasi. Bagi hasil ataupun *margin/fee* yang diberikan sebagai imbal hasil dari obligasi syariah merupakan hal yang harus dicermati. Pertama imbal hasil dalam bentuk bagi hasil biasanya diperoleh untuk obligasi syariah dengan akad mudharabah dan musyarakah, sehingga skema imbal hasil berbentuk tingkat pengembalian yang relatif tidak tetap/memiliki volatilitas tergantung pendapatan atau hasil kegiatan operasional (fatwa DSN No.15/DSN-MUI/IX/2000). Imbal hasil dalam bentuk margin biasanya diperoleh untuk obligasi syariah dengan akad salam, istishna, murabahah, dan ijarah dengan *fee* karena skemanya adalah biaya plus. Kedua, imbal hasil yang diberikan harus bersih dari unsur nonhalal, mengingat bahwa emiten yang menerbitkan obligasi mungkin masih memiliki sumber pendapatan tidak halal seperti pendapatan bunga deposito yang tidak boleh digunakan sebagai sumber pembayaran dana imbal hasil. Jadi, kehati-hatian yang tinggi sangat diperlukan dalam melakukan transaksi obligasi di bursa efek agar kita dapat memenuhi prinsip kehalalan sesuai fatwa DSN MUI (Nurhayati dan Wasilah, 2015).

Istilah *Yield* sebelumnya terdapat dalam obligasi secara umum sebagai tingkat keuntungan dari investasi obligasi. *Yield* adalah keuntungan investasi obligasi yang dinyatakan dalam persentase. Keuntungan investasi ini berupa kupon yang diterima dan selisih kurs obligasi. Keuntungan investasi berupa selisih kurs dapat bersifat merugikan atau menguntungkan. Apabila kurs lebih rendah daripada kurs jual atau kurs terminal, berarti investor mendapat keuntungan dan begitu pula sebaliknya.

*Yield to Maturity* (YTM) merupakan metode perhitungan *yield* yang umum digunakan. YTM adalah hasil investasi obligasi yang dinyatakan dalam persentase yang dihitung mulai dari saat tanggal pembelian sampai dengan tanggal jatuh tempo. *Yield To Maturity* (YTM) adalah internal tingkat pengembalian yang diperoleh oleh pemegang obligasi yang membeli sertifikat obligasi hari ini, dengan harga pasar, dan menyimpannya hingga jatuh tempo, dan dengan demikian berhak atas semua pembayaran kupon serta pembayaran jatuh tempo (Ariff dkk., 2013). Metode perhitungan YTM menggunakan rumus berikut (Samsul, 2013):

$$YTM = \frac{C + \left(\frac{F-P}{N}\right)}{\frac{F+P}{2}} \times 100\%$$

Keterangan:

YTM = *Yield To Maturity*

C = Kupon (*Fee*)

N = Sisa waktu jatuh tempo.

F = *Face value* (nilai nominal)

P = Harga obligasi pada saat ( $t=0$ )

Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi *yield* obligasi yaitu faktor eksternal, karakteristik obligasi dan faktor internal perusahaan. Faktor eksternal yang perlu diperhatikan yaitu faktor ekonomi makro seperti inflasi dan tingkat suku bunga. Sedangkan faktor internal perusahaan yang dapat mempengaruhi *yield* obligasi terdapat pada laporan keuangan yang mengukur besar kecilnya dan baik buruknya suatu perusahaan. Aspek internal perusahaan dapat diukur dari segi profitabilitas dan solvabilitas atau leverage. Profitabilitas perusahaan mencerminkan kinerja keuangan dari suatu perusahaan (Abudanti dan Wayan, 2015). Para investor juga memperhatikan leverage atau solvabilitas perusahaan yang disebut juga dengan proporsi utang (Hamida, 2017). Selain itu *yield* juga dipengaruhi oleh karakteristik obligasi seperti peringkat atau *rating* obligasi. *Rating* obligasi sangat penting diperhatikan karena peringkat obligasi menunjukkan kualitas obligasi yang tercermin dari risiko obligasi (Abudanti dan Wayan, 2015). Perusahaan yang memiliki peringkat obligasi yang rendah tentunya akan menawarkan obligasi dengan imbal hasil yang tinggi untuk lebih menarik minat dari investor (Immaculata dan Restuti, 2007).

### **Rating (Peringkat) Sukuk**

*Rating* sukuk di Indonesia dilakukan oleh PT Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO). PEFINDO merupakan perusahaan yang sudah lama di percaya oleh BI untuk me-*rating* sukuk maupun obligasi konvensional. Selain itu, jumlah perusahaan yang menggunakan jasa pemeringkat obligasi PEFINDO jauh lebih banyak dibandingkan dengan lembaga pemeringkat lainnya (Pebruary, 2014). Sukuk memiliki kategori layak atau tidaknya untuk investasi. Secara umum memiliki dua kategori yang sama dengan obligasi secara konvensional. Adapun obligasi yang layak untuk investasi (*investment grade*) dimasukkan dalam satu kategori dengan peringkat AAA hingga BBB. Sedangkan obligasi yang termasuk tidak layak investasi (*non investment grade*) adalah BB hingga D (Sulistyastuti, 2002).

Pengukuran *rating* sukuk dalam penelitian ini menggunakan skala ordinal seperti yang dilakukan oleh Purwaningsih (2013) dengan mengacu pada klasifikasi peringkat sukuk PT Pefindo. Adapun klasifikasi *Rating* sukuk yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

**Tabel 1. Pengukuran Peringkat Sukuk**

Peringkat Sukuk	Kategori	Nilai
idAAA(sy)	Paling unggul = <i>Investment Grade</i>	4
idAA(sy)	Sangat Kuat = <i>Investment Grade</i>	3
idA(sy)	Kuat = <i>Investment Grade</i>	2
idBBB(sy)	Memadai = <i>Investment Grade</i>	1
idBB(sy)	Agak lemah = <i>Non Investment Grade</i>	0
idB(sy)	Lemah = <i>Non Investment Grade</i>	0
idCCC(sy)	Rentan gagal bayar = <i>Non Investment Grade</i>	0
idD(sy)	Gagal bayar = <i>Non Investment Grade</i>	0

Sumber: PT Pefindo (2015) dan Purwaningsih (2013) diolah

### Profitabilitas

Rasio profitabilitas adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan profit pada tingkat penjualan, aktiva atau modal tertentu dan juga untuk mengetahui efektifitas suatu perusahaan dalam mengelola sumber-sumber dana yang dimiliki perusahaan. Berhubungan dengan peringkat suatu perusahaan yaitu apabila profit atau keuntungan yang dihasilkan oleh perusahaan tinggi, maka akan menghasilkan peringkat yang tinggi pula (Nurakhroh, 2014). Rasio profitabilitas dihitung dengan rumus sebagai berikut:

*Return on Investment (Return on Equity)*

$$\frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Rata-Rata Modal (Equity)}} \times 100\%$$

Rasio ini menunjukkan berapa persen diperoleh laba bersih bila diukur dari modal pemilik (ekuitas). Semakin besar semakin baik (Sofyan, 2015). Semakin tinggi hasil pengembalian atas ekuitas berarti semakin tinggi pula jumlah laba bersih yang dihasilkan dari setiap rupiah dana yang tertanam dalam ekuitas dan sebaliknya (Hery, 2016).

## Solvabilitas

Rasio Solvabilitas ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya seandainya perusahaan pada saat dilikuidasi. Berkaitan dengan *yield* (imbal hasil) sukuk, tingkat rasio solvabilitas tinggi maka risiko keuangan semakin tinggi sehingga perusahaan tidak membayar kewajibannya kepada investor dengan risiko *yield* yang didapat rendah (Leily, 2017). Rasio Solvabilitas atau Leverage dihitung dengan rumus sebagai berikut:

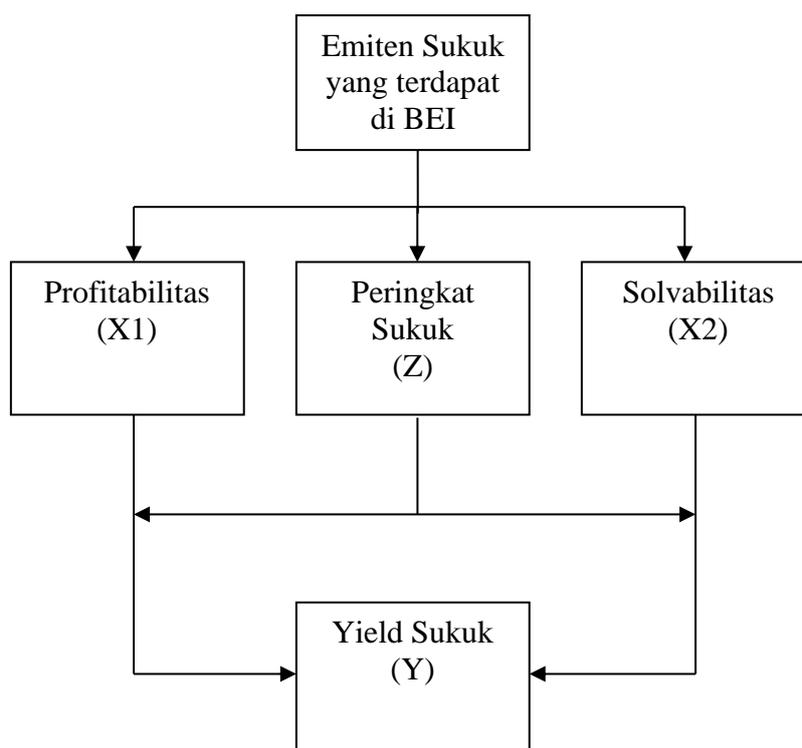
*Debt to Equity Ratio*

$$\frac{\text{Total Hutang}}{\text{Ekuitas}} \times 100\%$$

DER merupakan perbandingan antara hutang lancar dan hutang jangka panjang dan jumlah seluruh aktiva yang diketahui (atau rasio yang menunjukkan berapa banyak hutang perusahaan dibandingkan dengan modal perusahaan) (Popy, 2012). DER yang aman adalah kurang dari 50 persen (< 50%) makin kecil makin baik.

Kerangka pikir penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 2.

**Gambar 2. Kerangka pikir penelitian**



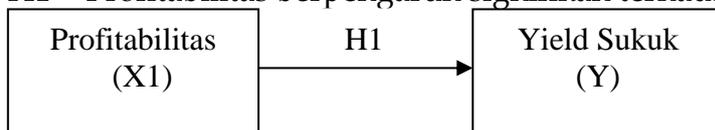
## Pengembangan Hipotesis

### 1. Profitabilitas dan *yield* sukuk

Profitabilitas dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *Return on Equity* (ROE) yang menunjukkan seberapa besar kontribusi ekuitas dalam menciptakan laba bersih. Semakin tinggi hasil pengembalian atas ekuitas berarti

semakin tinggi pula jumlah laba bersih yang dihasilkan dari setiap dana yang tertanam dalam ekuitas dan sebaliknya (Hery, 2016). Profitabilitas digunakan untuk meramalkan imbal hasil/*yield* sukuk, jadi perusahaan yang menguntungkan akan menawarkan jaminan yang kuat untuk kepentingan investor atau debitur bahwa utang pokok jangka pendek sampai jangka panjang mampu dibayar (Yuinar dkk, 2014). Hal tersebut didukung dengan penelitian Restuti (2007) yang mengatakan bahwa perusahaan yang menguntungkan akan menyebabkan risiko *default* menjadi lebih rendah. Konsisten dengan hasil penelitian Fristi dkk., (2018) profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield* obligasi. Akan tetapi, penelitian tersebut tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yuinar dkk., (2014) dan Abudanti (2015) yang menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *yield* obligasi. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu tersebut masih terdapat ketidakkonsistenan hasil. Oleh karena itu perumusan H1 pada penelitian ini sebagai berikut:

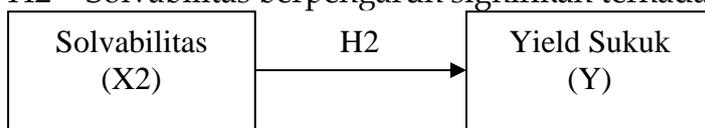
H1 = Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap *yield* sukuk



## 2. Solvabilitas dan *yield* sukuk

Solvabilitas dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *debt to equity ratio* (DER) yaitu rasio yang menunjukkan perbandingan antara hutang dengan modal. Semakin besar *debt to equity ratio* maka semakin besar pula laba usaha yang disalurkan untuk melunasi kewajiban suatu perusahaan. *Debt to equity ratio* digunakan untuk menilai *default risk*, risiko yang terjadi akibat kesulitan memenuhi kewajiban pembayaran bagi hasil pada saat jatuh tempo (Oktavian, 2015). Hal tersebut didukung dengan hasil penelitian Bhojraj dan Sangupta (2013) yang menyatakan bahwa DER berpengaruh terhadap *yield* obligasi. Sejalan dengan penelitian Bhojraj dan Sangupta, menurut penelitian Hamida (2017) DER dapat berpengaruh terhadap *yield* sukuk dengan hasil berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield* sukuk. Semakin besar DER maka *yield to maturity* (YTM) akan mengalami penurunan. Akan tetapi, penelitian tersebut tidak konsisten dengan penelitian Oktavian (2015) dan Situmorang (2017) yang menyatakan bahwa DER tidak berpengaruh terhadap *yield* obligasi. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu tersebut masih terdapat ketidakkonsistenan hasil. Oleh karena itu perumusan H2 pada penelitian ini sebagai berikut:

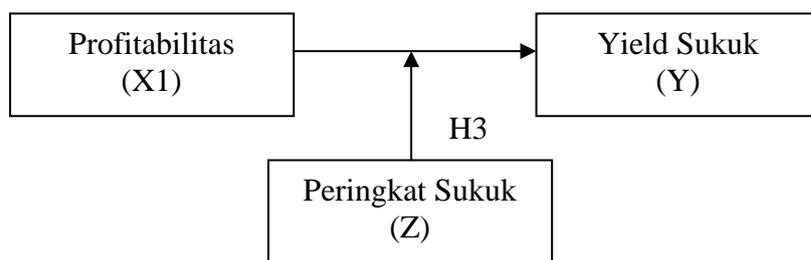
H2 = Solvabilitas berpengaruh signifikan terhadap *yield* sukuk



### 3. Profitabilitas, peringkat sukuk dan *yield* sukuk

Pada penelitian ini peringkat sukuk berfungsi sebagai moderator yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara profitabilitas dengan *yield* sukuk. Ditinjau dari aspek keuntungan, jika profitabilitas yang diperoleh besar maka arus kas yang dimiliki perusahaan bisa semakin baik sehingga perusahaan dapat membayar kembali obligasi yang telah diterbitkan sesuai tepat waktu (Endah, 2017). Semakin tinggi profitabilitas, memungkinkan perusahaan memperoleh peringkat semakin tinggi. Akan tetapi perusahaan yang menguntungkan mengakibatkan *yield* yang ditawarkan menjadi lebih rendah (Yuinar, 2014). Hal tersebut didukung oleh penelitian Bhojraj dan Sangupta (2003) *rating* sukuk berpengaruh terhadap *yield* sukuk. Dan sejalan dengan hasil penelitian Fristi dkk., (2018) profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield* obligasi. Akan tetapi, penelitian tersebut tidak konsisten dengan penelitian Dheni dan Harjum (2015) bahwa *rating* sukuk bukanlah satu-satunya hal yang menjadi pertimbangan investor untuk memilih sukuk. *Rating* sukuk tidak berpengaruh terhadap last *yield* sukuk. Oleh karena itu perumusan H3 pada penelitian ini sebagai berikut:

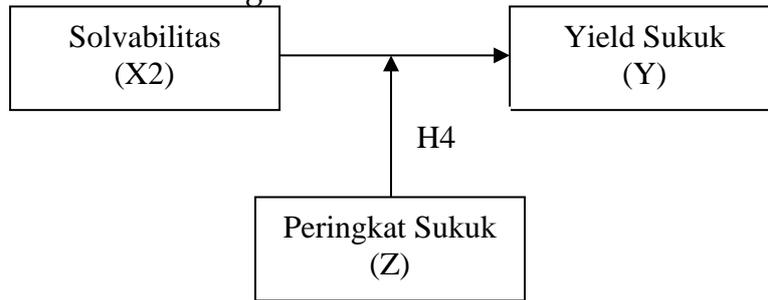
H3 = Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap *yield* sukuk dengan *rating* sukuk sebagai variabel moderator.



### 4. Solvabilitas, *yield* sukuk dan Peringkat sukuk

Pada penelitian ini *rating* sukuk berfungsi sebagai moderator yang dapat memoderasi memperkuat atau memperlemah hubungan antara solvabilitas dengan *yield* sukuk. Ditinjau dari aspek solvabilitas, semakin rendah solvabilitas suatu perusahaan maka *rating* sukuk yang diberikan akan semakin tinggi karena semakin besar kemampuan bagi perusahaan untuk membayar kewajibannya dan sebaliknya (Septi, 2013). Apabila rasio DER (solvabilitas) semakin besar dengan risiko default semakin tinggi (peringkat rendah) maka akan berdampak tingginya *yield* obligasi perusahaan (Oky, 2015). Hal tersebut sejalan dengan penelitian Oktavian (2015) dan Hamida (2017) yang menunjukkan secara parsial *rating* obligasi berpengaruh signifikan terhadap *yield* Obligasi. Penelitian tersebut didukung penelitian Bhojraj dan Sangupta (2003) dengan hasil DER berpengaruh terhadap *yield* obligasi. Akan tetapi, penelitian tersebut tidak konsisten dengan penelitian Dheni dan Harjum (2015) bahwa *rating* sukuk tidak berpengaruh terhadap last *yield* sukuk. Oleh karena itu perumusan H4 pada penelitian ini sebagai berikut:

H4 = Solvabilitas berpengaruh signifikan terhadap *yield* sukuk dengan *rating* sukuk sebagai variabel moderator



## METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif. Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan historis yang telah tersusun dalam arsip (data dokumenter) yang dipublikasikan di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan memiliki kelengkapan data untuk penelitian. Dan data *yield* sukuk yang tersedia di PT Bareksa dan memiliki kelengkapan data untuk penelitian.

Dalam penelitian ini menggunakan populasi seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai emiten sukuk untuk periode 2014-2017. Dalam menentukan sampel digunakan teknik *purposive sampling*, yaitu teknik penentuan sampel dengan mempertimbangkan atau dengan kriteria-kriteria tertentu. Dengan kriteria sebagai berikut:

1. Sukuk perusahaan yang diperingkat oleh lembaga pemeringkat obligasi (PEFINDO) pada periode penelitian, yaitu selama tahun 2014-2017.
2. Perusahaan penerbit sukuk yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2014-2017.
3. Perusahaan penerbit sukuk yang memiliki data berupa laporan keuangan yang dibutuhkan dalam penelitian ini dan telah diaudit yaitu periode tahun 2014-2017 pada *website* resmi [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).
4. Efek sukuk dalam kategori *fixed rate*.

Dari kriteria yang ditetapkan, maka dari perusahaan penerbit sukuk yang terdaftar di BEI periode tahun 2014-2017 yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah 9 perusahaan dengan 34 sukuk yang diterbitkan, sebagai berikut:

**Tabel 2. Sampel Penelitian**

No	Kode Perusahaan	Nama Perusahaan	Sukuk Diterbitkan (2014-2017)
1	ISAT	PT Indosat Tbk.	13
2	EXCL	PT XL Axiata Tbk	6
3	APAI	PT Angkasa Pura 1 (Persero)	3
4	AGII	PT Aneka Gas Industri Tbk	3
5	BMTR	Global Mediacom Tbk	2
6	PPLN	PT Perusahaan Listrik Negara	3

(Persero)			
7	TINS	PT Timah Tbk.	2
8	SMRA	PT Summarecon Agung Tbk.	1
9	AISA	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk	1

Berikut adalah definisi operasional digunakan peneliti dalam mengoperasionalkan variabel penelitian ini:

**Tabel 3. Variabel dan Indikator Penelitian**

No	Variabel Konsep	Definisi Operasional	Pengukuran	Skala
1.	Profitabilitas ( $X_1$ )	<i>Return on equity</i> (ROE) merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan dari modal sendiri untuk menghasilkan keuntungan (Sihotang,2011). Dalam penelitian ini menggunakan proksi ROE dalam menghitung profitabilitas karena ROE sangat menarik bagi pemegang maupun calon pemegang saham atau obligasi, dan juga bagi manajemen, karena rasio tersebut merupakan ukuran atau indikator penting dari <i>shareholders value creation</i> , artinya semakin tinggi rasio ROE , semakin tinggi pula nilai perusahaan, hal ini tentunya merupakan daya tarik bagi investor untuk menanamkan modalnya diperusahaan tersebut(Novia,2018).	<i>Return on Equity</i> (ROE)  $\frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Rata-Rata Modal (Equity)}}$	Rasio
2.	Solvabilitas ( $X_2$ )	Solvabilitas menggunakan <i>debt to equity ratio</i> yang dapat memberikan gambaran mengenai struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan sehingga dapat dilihat tingkat risiko tak terbayarkan suatu hutang. Dengan mengetahui besarnya <i>debt to equity ratio</i> perusahaan, para investor bisa mengetahui informasi kesehatan perusahaan dalam hal struktur modal dan risiko finansial, yang merupakan perbandingan antara hutang dan modal sendiri.	<i>Debt to Equity Ratio</i> (DER)  $\frac{\text{Total Hutang}}{\text{Ekuitas}}$	Rasio

		Bertambah besarnya <i>debt equity ratio</i> suatu perusahaan menunjukkan risiko distribusi laba usaha perusahaan akan semakin besar terserap untuk melunasi kewajiban perusahaan (Bornok, 2017, p.46).		
3.	Peringkat Sukuk (Z)	<i>Rating</i> atau peringkat Sukuk adalah ketepatan waktuan dalam pembayaran pokok utang bagi hasil Sukuk (Syaiful, 2016). Oleh karena itu <i>rating</i> sukuk dapat menjadi acuan investor untuk menanamkan danannya pada perusahaan yang memiliki peringkat tinggi.	<i>Rating</i> tertinggi sampai dengan nilai tertinggi 4 sampai terendah 0	sukuk AAA D
4.	<i>Yield</i> Sukuk (Y)	Metode menghitung <i>yield</i> atau imbal hasil sukuk menggunakan rumus yang sama yang diterapkan dalam menentukan <i>yield</i> obligasi yaitu dengan YTM. <i>Yield to maturity</i> (YTM) dalam obligasi menggunakan istilah kupon dalam perhitungannya dan dalam sukuk menggunakan <i>fee</i> sesuai akad ijarah. <i>Yield to Maturity</i> (YTM) merupakan ukuran <i>yield</i> yang banyak digunakan oleh investor karena <i>yield</i> tersebut mencerminkan return atau imbal hasil dengan tingkat kupon atau <i>fee</i> majemuk yang diharapkan investor (Bornok, 2017).	$YTM = \frac{C + \left(\frac{F-P}{n}\right)}{\frac{F+P}{2}} \times 100\%$	Rasio

Selanjutnya data dianalisis menggunakan analisis regresi linear berganda dan analisis MRA dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + e \quad (1)$$

Keterangan:

- Y = *yield* Sukuk
- $\alpha$  = constanta
- $\beta$  = koefisien regresi
- X1 = profitabilitas
- X2 = solvabilitas
- e = error term

Variabel profitabilitas (X1)

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + e \quad (2)$$

$$Y = \beta_1 X_1 + \beta_3 Z + e \quad (3)$$

$$Y = \beta_1 X_1 + \beta_3 Z + \beta_5 X_1 Z + e \quad (4)$$

Variabel solvabilitas (X2)

$$Y = \alpha + \beta_2 X_2 + e \quad (5)$$

$$Y = \beta_2 X_2 + \beta_4 Z + e \quad (6)$$

$$Y = \beta_2 X_2 + \beta_4 Z + \beta_6 X_2 Z + e \quad (7)$$

Keterangan:

Y = *yield* Sukuk

$\alpha$  = constanta

X1 = profitabilitas

X2 = solvabilitas

Z = peringkat sukuk

X1Z-X2Z = interaksi antara profitabilitas, solvabilitas dan *rating* sukuk

$\beta_1$ - $\beta_6$  = koefisien regresi berganda

e = error term (Imam Ghozali, 2011)

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif data penelitian adalah sebagai berikut:

**Tabel 4. Statistik Deskriptif**

	N	Min	Max	Mean	Std. Deviation
Profitabilitas	34	1	22	8,76	5,695
Solvabilitas	34	2	35	13,09	8,850
Peringkat Sukuk	34	2	4	3,47	,896
<i>Yield</i> Sukuk	34	6	17	8,76	1,876
Valid N (listwise)	34				

Sumber: hasil olah data dengan IBM SPSS 24

Tabel 4 menunjukkan nilai dari hasil uji deskriptif dengan jumlah data sebanyak 34 sukuk. Dalam penelitian ini profitabilitas sebagai variabel independen diukur dengan melihat besarnya persentase ROE. Berdasarkan Tabel 4 terlihat bahwa variabel profitabilitas memiliki nilai minimum sebesar 1% yang dimiliki oleh perusahaan PT Perusahaan Listrik Negara (Persero) tahun 2017, sedangkan nilai maksimum sebesar 22% dimiliki oleh TPS Food (Persero) tahun 2016 dengan jumlah

mean sebesar 8,76% dengan nilai standar deviasi 5,695 jauh lebih kecil dibanding dengan rata-rata sehingga variasi datanya bersifat homogen.

Variabel solvabilitas diukur dengan melihat besarnya persentase DER. Pada Tabel 4 variabel solvabilitas memiliki nilai minimum sebesar 2% yang dimiliki oleh perusahaan PT Indosat (persero) tahun 2014, seangkan nilai maksimum sebesar 35% dimiliki oleh TPS Food (Persero) tahun 2016 dan nilai *mean* sebesar 13,09% dengan standar deviasi 8,850 yang nilainya lebih kecil dari rata-rata yang artinya data solvabilitas bersifat homogen.

Pada Tabel 4 menunjukkan variabel peringkat sukuk memiliki nilai minimum sebesar 2 dan nilai maksimum sebesar 4 dan nilai *mean* sebesar 3,47 hal ini berarti rata-rata peringkat obligasi perusahaan adalah AA dengan kategori sangat kuat. Dan untuk nilai standar deviasi yaitu sebesar 0,896 yang nilainya lebih kecil dari rata-rata sehingga data peringkat sukuk bersifat homogen.

Variabel dependen dalam penelitian ini yaitu *yield* sukuk dengan pengukuran persentase dari *Yield to Maturity* (YTM). Pada Tabel 4 menunjukkan variabel *yield* memiliki nilai minimum sebesar 6% dan nilai maksimum sebesar 17% dan nilai *mean* sebesar 8,76%. Data variabel *yield* memiliki nilai standar deviasi yang lebih kecil dari rata-rata sebesar 1,876 yang artinya data bersifat homogen.

## Uji Asumsi Klasik

### 1. Uji Multikolinearitas

Hasil uji multikolinearitas adalah sebagai berikut:

**Tabel 5. Hasil Uji Multikolinearitas**

Model	Unstandardized Coefficients		Collinearity Statistics		Keterangan	
	B	Std. Error	Tolerance	VIF		
1 (Constant)	6,451	,618				
Profitabilitas	,085	,046	1,000	1,000	10	Tidak ada multikolinieritas
Solvabilitas	,120	,030	1,000	1,000	10	Tidak ada multikolinieritas

Sumber: hasil olah data dengan IBM SPSS 24

Berdasarkan Tabel 5 di atas dapat diketahui bahwa tidak terjadi multikolinieritas. Hal tersebut menunjukkan bahwa tidak ada satupun variabel independen yang memiliki nilai *Tolerance* < 0,10 dan *VIF* (*Variance Inflation Factor*) > 10 (Ghozali, 2011).

## 2. Uji Autokorelasi

Hasil uji autokorelasi adalah sebagai berikut:

**Tabel 6. Perbandingan Durbin Watson**

Du	Durbin-Watson	4-du	Kesimpulan
1,652	1,839	2,348	Tidak ada autokorelasi

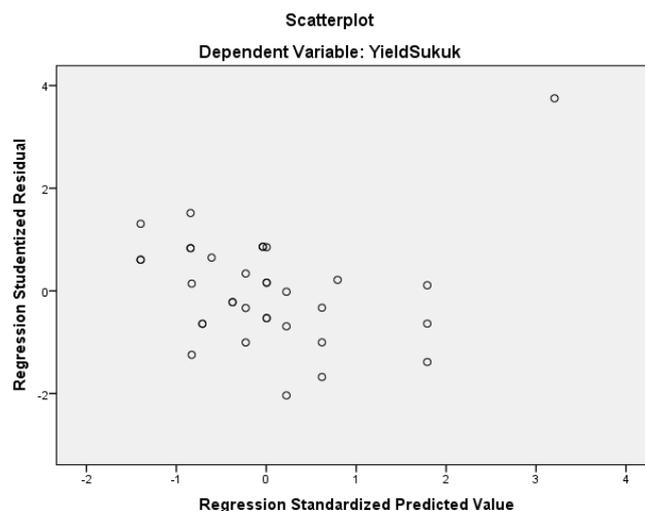
Sumber: hasil perbandingan peneliti

Berdasarkan Tabel 6 di atas nilai Durbin-Watson sebesar 1,839. Pengambilan keputusan dilakukan dengan ketentuan  $du < d < 4 - du$ . Oleh karena nilai DW 1,839 lebih besar dari du 1,652 dan kurang dari 2,348 (4-du), yaitu  $1,652 < 1,839 < 2,348$  maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi.

## 3. Uji Heteroskedastisitas

Hasil uji heteroskedastisitas adalah sebagai berikut:

**Gambar 3. Hasil Uji Heteroskedastisitas (scatterplot)**



Sumber: hasil olah data dengan IBM SPSS 24

Berdasarkan Gambar 3 gambar di atas menunjukkan bahwa tidak terdapat pola yang jelas serta titik-titik menyebar secara acak yang tersebar di atas dan di bawah angka 0 (nol) pada sumbu Y. hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi.

## 4. Uji Normalitas

Hasil uji normalitas adalah sebagai berikut:

**Tabel 7. Hasil Uji Normalitas (OneSample Kolmogorov)  
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Unstandardized Residual
N		34
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	,0000000
	Std. Deviation	1,25024494
	Most Extreme Differences	
	Absolute	,111
	Positive	,111
	Negative	-,058
Test Statistic		,111
Asymp. Sig. (2-tailed)		,200 <sup>c,d</sup>
a. Test distribution is Normal.		
b. Calculated from data.		
c. Lilliefors Significance Correction.		
d. This is a lower bound of the true significance.		

Sumber: hasil olah data dengan IBM SPSS 24

Berdasarkan uji normalitas dengan menggunakan *Kolmogorov-Smirnov* pada tabel 4.6 di atas menunjukkan bahwa besarnya nilai *Asymp.Sig (2-tailed)* adalah diatas 0,05 yaitu 0,200 sehingga data dapat dikatakan berdistribusi normal.

### Hasil Uji Hipotesis

Analisis ini dilakukan untuk menguji hipotesis dari penelitian yang telah dirumuskan sebelumnya, yaitu untuk mengetahui apakah ada pengaruh antara profitabilitas dan solvabilitas terhadap *yield* sukuk. Hubungan antara variable independen dengan dependen dalam penelitian ini dituliskan dalam persamaan regresi linear berganda. Hubungan variabel independen, moderator dan dependen dalam penelitian ini dituliskan dalam persamaan MRA sebagai berikut:

Tabel 7. Rangkuman Hasil Uji Hipotesis

No.	Uji Hipotesis	Hasil	Keterangan
1	Uji Koefisien Determinasi (R <sup>2</sup> )	Berdasarkan hasil Koefisien Determinasi ( <i>Adjusted R Square</i> ) memiliki angka (R <sup>2</sup> ) 0,348.	Angka <i>Adjusted R Square</i> (R <sup>2</sup> ) sebesar 0,348, hal ini berarti 34,8% variasi <i>yield</i> sukuk dapat dijelaskan oleh variasi dari kedua variabel independen yaitu profitabilitas dan solvabilitas dan sisanya (100% - 34,8% = 65,2%) dipengaruhi oleh variabel yang lain yang tidak disebutkan dalam model ini.
2	Uji Statistik t	Dari hasil pengujian uji signifikansi parameter individual diketahui: Profitabilitas (X1) Nilai t hitung < t tabel yaitu 1,838 < 2,03591 Sig. = 0,076 > 0,05 (5%) Solvabilitas (X2) Nilai t hitung < t tabel yaitu 4,008 > 2,03591 Sig. = 0,000 < 0,05 (5%)	Dari data disamping dapat disimpulkan bahwa: (X1): Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>yield</i> sukuk. (X2): Solvabilitas berpengaruh signifikan terhadap <i>yield</i> sukuk.
3	Uji Statistik f	Dari hasil pengujian uji signifikansi simultan diketahui nilai: f hitung = 9,795 Sig. = 0,001 df1 = 2 df2 = 31 f tabel = 3,30 α = 5%	Berdasarkan hasil uji, nilai f hitung lebih besar dari f tabel yaitu 9,795 > 3,30 dengan nilai signifikansi sebesar 0.001 atau lebih kecil dari nilai probabilitas yang dipersyaratkan yaitu 0,05 (0.001 < 0,05). Hal ini berarti variabel independen yaitu profitabilitas dan solvabilitas mempunyai pengaruh yang signifikan secara bersama-sama terhadap <i>yield</i> sukuk.
4	Uji Interaksi MRA (jenis variabel moderator, Uji t, Koefisien Determinasi)	Profitabilitas (X1) dan Peringkat sukuk (Z) Jenis moderator, β <sub>3</sub> ≠ 0 (signifikan) dan β <sub>5</sub> = 0 (tidak signifikan). Peringkat sukuk, koefisien parameter sebesar (-0,893) dengan tingkat	Profitabilitas (X1) dan Peringkat sukuk (Z) - Peringkat sukuk bukan merupakan variabel moderator. - Peringkat sukuk tidak dapat memoderasi hubungan antara profitabilitas dengan <i>yield</i>

<p><b>dan Uji F)</b></p>	<p>signifikansi 0,010 (&lt;0,05). Variabel moderat1, koefisien parameter sebesar (-0,407) dengan tingkat signifikansi sebesar 0,357 (&gt;0,05). <i>Adjusted R Square</i> (R<sup>2</sup>) sebesar 0,213. Uji F, F hitung sebesar 3,970 dengan tingkat signifikansi 0,017 (&lt;0,05).</p>	<p>sukuk. Dan tidak ada interaksi antara peringkat sukuk dan profitabilitas. 21,3% variasi <i>yield</i> sukuk (Y) dapat dijelaskan oleh variabel independen profitabilitas (X1), peringkat sukuk (Z), dan variabel interaksi (moderat1). Sisanya (100% - 21,3% = 79,7%) dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model.</p>
<p><b>Solvabilitas (X2) dan Peringkat sukuk (Z)</b></p>	<p>Jenis moderator, <math>\beta_4 \neq 0</math> (signifikan) dan <math>\beta_6 \neq 0</math> (signifikan). Peringkat sukuk, koefisien parameter sebesar (-0,588) dengan tingkat signifikansi 0,046 (&lt;0,05). Variabel moderat1, koefisien parameter sebesar (-0,555) dengan tingkat signifikansi sebesar 0,036 (&lt;0,05). <i>Adjusted R Square</i> (R<sup>2</sup>) sebesar 0,514. Uji F F hitung sebesar 12,627 dengan tingkat signifikansi 0,000 (&lt;0,05).</p>	<p>- Uji F menunjukkan bahwa X1, Z, dan moderat1 secara bersama-sama berpengaruh terhadap Y. <b>Solvabilitas (X2) dan Peringkat sukuk (Z)</b> - Peringkat sukuk merupakan variabel quasi moderator (moderator semu). - Peringkat sukuk dapat memoderasi hubungan antara solvabilitas dengan <i>yield</i> sukuk. 51,4% variasi <i>yield</i> sukuk (Y) dapat dijelaskan oleh variabel independen profitabilitas (X1), peringkat sukuk (Z), dan variabel interaksi (moderat1). Sisanya (100% - 51,4% = 48,6%) dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model. - Uji F menunjukkan bahwa X1, Z, dan moderat2 secara bersama-sama berpengaruh terhadap Y.</p>

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2019

**Pembahasan Penelitian**

**1. Pengaruh profitabilitas terhadap *yield* sukuk**

Hasil penelitian ini mendapatkan bahwa profitabilitas memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,085 dengan t hitung < t tabel yaitu 1,838 < 2,03591 dan nilai signifikansi yang dihasilkan lebih besar dari tingkat signifikansi yang disyaratkan yaitu 0,076 > 0,05. Hasil pengujian hipotesis pertama mendapatkan bahwa variabel profitabilitas tidak memiliki pengaruh dan tidak signifikan

terhadap *yield* sukuk. Maka, profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap *yield* sukuk sehingga hipotesis pertama ditolak.

Bagi pihak investor, salah satu indikator penting untuk menilai prospek perusahaan dimasa datang adalah dengan melihat sejauh mana pertumbuhan profitabilitas perusahaan. Indikator ini sangat penting diperhatikan untuk mengetahui sejauh mana investasi yang akan dilakukan investor disuatu perusahaan mampu memberikan return yang sesuai dengan tingkat yang disyaratkan oleh investor. Untuk itu, biasanya digunakan rasio profitabilitas *Return on Equity* (ROE) yang dapat menggambarkan sejauh mana kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan yang bisa diperoleh investor (Eduardus, 2010). Selain itu, perusahaan yang menguntungkan mampu menawarkan jaminan yang lebih kuat untuk kepentingan debitur bahwa utang pokoknya akan dibayar (Yuinar, 2014).

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa profitabilitas dengan penggunaan rasio ROE (*Return on Equity*) bukan merupakan indikator yang berpengaruh terhadap *yield* sukuk. Berbeda dengan teori sebelumnya, menurut Ratih dan Nur investasi dalam bentuk obligasi secara langsung sebenarnya tidak terpengaruh oleh profitabilitas perusahaan, karena berapapun besarnya profit yang mampu dihasilkan oleh perusahaan, pemegang obligasi tetap menerima sebesar tingkat kupon yang telah ditentukan (Ratih dan Nur, 2014). Dengan kata lain investasi sukuk secara langsung tidak dipengaruhi oleh profitabilitas karena berapapun besarnya keuntungan suatu perusahaan, pemegang atau investor sukuk korporasi tetap menerima pengembalian dana investasi dan tingkat fee atau bagi hasil yang telah ditentukan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yuinar dkk., (2014) serta Abudanti dan Nyoman (2015) yang menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap *yield* obligasi. Hal ini berarti semakin besar profitabilitas tidak terlalu mempengaruhi *yield* atau imbal hasil sukuk kepada investor. Sehingga profitabilitas bukanlah salah satu yang menjadi pertimbangan utama investor untuk berinvestasi dan mengharapkan imbal hasil sukuk. Selanjutnya hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Fristi dkk., (2018) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield* obligasi.

## 2. Pengaruh solvabilitas terhadap *yield* sukuk

Hasil penelitian ini mendapatkan bahwa solvabilitas memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,120 dengan  $t$  hitung  $> t$  tabel yaitu  $4,008 > 2,03591$  dan nilai signifikansi yang dihasilkan lebih kecil dari tingkat signifikansi yang disyaratkan yaitu  $0,000 < 0,05$ . Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa variabel solvabilitas yang menggunakan proksi DER memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *yield* sukuk. Maka, solvabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap *yield* sukuk sehingga hipotesis kedua diterima.

Dilihat dari segi manajemen, seorang manajer dituntut untuk memiliki kepiawaian dalam mengelola tingkat solvabilitas perusahaan, khususnya dalam mencermati hubungan antara risiko keuangan dengan tingkat pengembalian yang dihasilkan dari dana pinjaman investor. Dari segi manfaat, para investor

memperhatikan rasio solvabilitas untuk menilai kemampuan aset perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajiban, termasuk kewajiban yang bersifat tetap seperti pembayaran angsuran pokok pinjaman beserta bunga/kupon secara berkala atau dikenal dengan *yield* obligasi dan angsuran pokok pinjaman serta fee pada obligasi syariah (sukuk) (Hery, 2016).

Solvabilitas merupakan indikator yang berpengaruh terhadap *yield* sukuk dan dapat sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Hery sebelumnya. Hasil penelitian ini pengaruh solvabilitas terhadap *yield* sukuk memiliki arah koefisiennya yang positif maka hal ini mengindikasikan bahwa apabila terjadi kenaikan atau tingginya solvabilitas (DER) maka akan menyebabkan kenaikan atau tingginya *yield* sukuk, dan begitu pula sebaliknya. Hal ini dapat disimpulkan bahwa semakin besar risiko yang dihadapi, investor akan meminta *yield* yang semakin tinggi. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tingginya risiko *default* perusahaan dimasa yang akan datang, maka akan berdampak pada tingginya *yield* perusahaan (Riska, 2013). Oleh sebab itu bagi investor yang *risk taker* maka sebaiknya berinvestasi pada obligasi yang dikeluarkan oleh emiten obligasi yang memiliki DER yang besar karena akan memberikan *yield* yang besar. Sedangkan bagi investor yang *risk averter* maka sebaiknya berinvestasi pada obligasi yang dikeluarkan oleh emiten obligasi yang memiliki rasio DER yang kecil, karena memiliki risiko *default* yang relatif lebih kecil (Hadiasman, 2008).

Hasil penelitian ini konsisten atau mendukung penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Bhojraj dan Sangupta (2003), Hapsari (2013) dan Ibrahim (2008), yang menyatakan bahwa DER berpengaruh terhadap *yield* obligasi. Hasil penelitian ini tidak sama dengan penelitian Hamida (2017) yang menemukan bahwa leverage (DER) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield* sukuk. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Situmorang (2017) dan Oktavian (2015) yang menemukan hasil bahwa *debt to equity ratio* (DER) tidak berpengaruh signifikan terhadap *yield* obligasi.

### 3. Peringkat sukuk memoderasi hubungan profitabilitas terhadap *yield* sukuk

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas tidak dapat memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap *yield* sukuk. Pengujian hipotesis ketiga ini menggunakan uji interaksi menghasilkan koefisien regresi variabel Moderat1 sebesar -0,407 dengan tingkat signifikansi untuk variabel moderator1 (interaksi antara profitabilitas dan peringkat sukuk) sebesar 0,357 yang berarti di atas 0,05 yaitu  $0,357 > 0,05$  (tidak signifikan). Variabel peringkat sukuk (Z) memberikan nilai koefisien parameter sebesar -0,893 dengan tingkat signifikansi 0,010. Artinya peringkat sukuk berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield* sukuk dengan signifikansi  $0,010 < 0,05$ . Akan tetapi hipotesis ketiga ditolak dan menunjukkan bahwa peringkat/*rating* sukuk tidak dapat memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap *yield* sukuk.

Hasil penelitian ini membuktikan teori bahwa peringkat sukuk merupakan indikator yang berpengaruh terhadap *yield* sukuk. Variabel peringkat sukuk (Z) memiliki nilai negatif (-0,893) menunjukkan bahwa rendahnya peringkat sukuk akan meningkatkan *yield* sukuk dengan risiko (*default*) yang tinggi pula. Akan tetapi tidak mampu memoderasi hubungan profitabilitas terhadap *yield* sukuk.

Jadi sebesar apapun peringkat sukuk tidak akan mempengaruhi hubungan profitabilitas dengan *yield* sukuk. Berdasarkan hasil hipotesis pertama yang juga menyatakan bahwa investasi sukuk tidak terlalu memperhatikan tingkat profitabilitas.

Sama halnya dengan penelitian oleh Yuinar dkk. (2014) yang menggunakan peringkat sebagai variabel intervening dengan hasil secara signifikan peringkat obligasi tidak mampu memediasi (intervening) variabel profitabilitas terhadap *yield* obligasi. Hasil penelitian ini memperkuat hasil penelitian Yuinar dkk. (2014), bahwa peringkat obligasi tidak dapat berfungsi menjadi variabel *moderating* dan *intervening* antara pengaruh profitabilitas terhadap *yield* sukuk. Hal tersebut sejalan dengan pendapat Ratih dan Nur (2014) bahwa investasi dalam bentuk obligasi secara langsung sebenarnya tidak terpengaruh oleh profitabilitas perusahaan, karena berapapun besarnya profit yang mampu dihasilkan oleh perusahaan, pemegang obligasi tetap menerima sebesar tingkat kupon yang telah ditentukan. Oleh karena itu peringkat sukuk tidak dapat memoderasi hubungan antara profitabilitas dan *yield* sukuk, karena tinggi rendahnya peringkat tidak mampu mempengaruhi profitabilitas yang tidak menjadi pertimbangan utama investor dalam mengharapkan imbal hasil yang akan didapatkan.

#### 4. Peringkat sukuk memoderasi hubungan solvabilitas terhadap *yield* sukuk

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa peringkat sukuk dapat memoderasi pengaruh solvabilitas terhadap *yield* sukuk. Pengujian hipotesis keempat ini menggunakan uji interaksi menghasilkan nilai signifikansi untuk variabel moderat<sup>2</sup> (interaksi antara Solvabilitas dan peringkat sukuk) sebesar 0,036 yang berarti di bawah 0,05 yaitu  $0,036 < 0,05$  (signifikan). Variabel peringkat sukuk (Z) memberikan nilai koefisien parameter sebesar -0,893 dengan tingkat signifikansi 0,010. Artinya peringkat sukuk berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield* sukuk dengan signifikansi  $0,010 < 0,05$ . Hipotesis keempat diterima dan menunjukkan bahwa peringkat/*rating* sukuk dapat memoderasi pengaruh solvabilitas terhadap *yield* sukuk.

Hasil penelitian ini membuktikan teori bahwa peringkat sukuk merupakan indikator yang berpengaruh terhadap *yield* sukuk dan mampu memoderasi (memperkuat/memperlemah) hubungan solvabilitas terhadap *yield* sukuk. Variabel peringkat sukuk (Z) memiliki nilai negatif (-0,588) menunjukkan bahwa rendahnya peringkat sukuk akan meningkatkan *yield* sukuk dengan risiko (*default*) yang tinggi pula. Setelah memasukkan peringkat sukuk sebagai variabel pemoderasi hubungan solvabilitas terhadap *yield* sukuk, ternyata memiliki hasil yang signifikan memperkuat atau memperlemah hubungan tersebut. Hal ini juga menunjukkan respon yang tinggi terhadap perubahan peringkat sukuk yang mampu mempengaruhi keputusan investor, setelah mengetahui perbandingan utang dengan modal begitu juga peringkat sukuk yang berhubungan dengan *yield* sukuk.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa peringkat sukuk dapat berfungsi sebagai variabel moderator dengan jenis quasi moderator (moderator semu) antara hubungan solvabilitas dengan *yield* sukuk. Sejalan dengan Hamida (2017)

yang menyatakan bahwa peringkat sukuk yang rendah akan menambah tingginya resiko gagal bayar dengan investor akan mengharapkan *yield* yang tinggi. Hal ini dapat disimpulkan bahwa semakin besar risiko (*default*) yang dihadapi, investor akan meminta *yield* yang semakin tinggi. Akan tetapi, penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Hamida (2017) yang menggunakan peringkat sukuk sebagai variabel intervening dengan hasil peringkat sukuk tidak menjadi variabel intervening antara rasio leverage dan *yield* sukuk. Hasil penelitian ini juga tidak mendukung penelitian Yuinar dkk., (2014) yang menunjukkan peringkat obligasi tidak dapat menjadi pemediasi (intervening) variabel leverage terhadap *yield* obligasi.

## **SIMPULAN**

Obligasi syariah (sukuk) korporasi di Indonesia semakin berkembang, hal tersebut didasari kepercayaan investor akan bentuk obligasi yang aman sesuai prinsip syariah. Meskipun *yield* yang didapat tidak sebesar *yield* konvensional, diharapkan investor tidak hanya memandang keuntungan (*yield*) yang didapatkan saja tetapi proses dan kemanannya dalam menanamkan modalnya untuk dikelola dengan baik. Selain itu, para investor memandang adanya faktor yang mempengaruhi besar kecilnya *yield* sukuk. Faktor tersebut terlihat pada tingkat solvabilitas pada perusahaan yang memberikan dampak signifikan terhadap *yield* sukuk. Semakin tingginya tingkat persentase dalam memenuhi kewajiban perusahaan maka tingkat pengembalian pun semakin tinggi dan tentunya risiko yang tinggi pula. Investor juga melihat peringkat sukuk sebagai bahan pertimbangannya akan risiko yang didapatnya di kemudian hari. Peringkat tertinggi mengindikasikan bahwa modal yang ditanamkan akan bebas dari risiko gagal bayar.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *yield* sukuk. Sedangkan solvabilitas berpengaruh signifikan terhadap *yield* sukuk. Dan peringkat sukuk tidak mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas dengan *yield* sukuk. Akan tetapi, peringkat sukuk mampu memoderasi hubungan solvabilitas terhadap *yield* sukuk. Dengan demikian, semakin tinggi solvabilitas, akan menunjukkan penawaran *yield* sukuk yang semakin tinggi, dan semakin kecil peringkat sukuk maka solvabilitas semakin tinggi dan *yield* sukuk semakin tinggi pula dengan risiko yang tinggi begitu juga sebaliknya. Sehingga variabel solvabilitas dan peringkat sukuk menjadi faktor penting yang harus dipertimbangkan bagi investor.

## **DAFTAR PUSTAKA**

- Abudanti, Nyoman dan Ni Wayan Linda Naluritha Sari. (2015). "Variabel-variabel Yang Mempengaruhi *Yield* Obligasi pada Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia". *E-Jurnal Manajemen* Vol.4 No.11:3796-3803.
- Almara, Dheni Saraswati dan Harjum Muharram. (2015). "Analisis Pengaruh Nilai Sukuk, *Rating* Sukuk, dan Risiko Sukuk Terhadap Last *Yield* Sukuk". *Diponegoro Journal Of Management* Volume 4, Nomor 2, Tahun 2015:2-11.

- Ariff, Mohamed, Meysam Safari dan Shamsheer Mohamad. (2013). "Sukuk Securities and Conventional Bonds: Evidence of Significant Differences". *Social Sciences & Humanities*:623.
- Arisanti, Ike, Isti Fadiah dan Novi Puspitasari. (2014). "Prediksi Peringkat Obligasi Syariah di Indonesia". *Jurnal Ilmu Manajemen* Volume 11, Nomor 3, Agustus 2014:3.
- Bhojraj, Sanjeev dan Partha Sengupta. (2003) "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors". *The Journal of Business*, 76 (3):472.
- Datuk, Bahril. (2014) "Sukuk Dimensi Baru Pembiayaan Pemerintah Untuk Pertumbuhan Ekonomi". *Jurnal Riset Akuntansi Dan Bisnis* Vol 14 No . 1 / Maret:116.
- Faizah, Yuinar Laeli Nur, Eko Suyono dan Wita Ramadhanti. (2014) " Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Size dan Leverage Perusahaan Terhadap Yield Obligasi Dengan Peringkat Obligasi Sebagai Variabel Intervening":79-88.
- Fristi, Yulia, Sri Megawati Elizabeth dan Ratna Juwita. (2018). "Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Return On Asset Dan Peringkat Obligasi Terhadap Yield Obligasi Pada Sektor Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2015". *STIE MDP*:1.
- Ghozali, Imam. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBMSPSS 19*. Semarang: Badan Penerbit Undip.
- Hadi, Nor. *Pasar Modal*. (2013). Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Hamida, Leily. (2017). "Pengaruh Likuiditas dan Laverage Terhadap Yield Sukuk Dengan Peringkat Sukuk Sebagai Variabel Ontervening" , *Ekobis* Vol. 18, No.1, Januari:72-76.
- Hapsari, Riska Ayu. (2013) "Kajian Yield To Maturity (Ytm) Obligasi Pada Perusahaan Korporasi". *Accounting Analysis Journal AAJ* 2(1):80.
- Harahap, Sofyan Syafri. (2015). *Analisis Kritis atas Laporan Keuangan*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Hery. (2016). *Financial Ratio For Business*. Jakarta:PT Grasindo.
- Ibrahim, Hadasman. (2008) "Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Peringkat Obligasi, Ukuran Perusahaan dan DER Terhadap Yield To Maturity Obligasi Korporasi Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2004-2006. Tesis, Universitas Diponegoro:69.
- Immacullata dan Restuti. (2007). " Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Peringkat dan Yield Sukuk". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol.1. No.3:5.
- Indriantoro, Nur Dan Bambang Supomo. (2002) *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi & Manajemen (Edisi Pertama)*. Yogyakarta: BPFE.
- Kurnianto, Syaiful. (2016). "Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Sinking Fund Dan Solvabilitas Guna Memprediksi Pemeringkatan Sukuk di

- Indonesia". Artikel Ilmiah Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas Surabaya:5.
- Mahfudhoh, Ratih Umroh dan Nur Cahyonowati. (2014). "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi". *Diponegoro Journal Of Accounting* Volume 1, Nomor 1:4.
- Masrukhin. (2009). *Metodologi Penelitian Kuantitatif*. Kudus: Buku Daros.
- Najmudin. (2011). *Manajemen Keuangan dan Akuntansi Syar'iyah Modern*. Yogyakarta: ANDI.
- Nurakhiroh, Tsalatsah, Fachrurrozie dan Prabowo Yudo Jayanto. (2014). " Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Rating Sukuk Dengan Manajemen Laba Sebagai Variabel Intervening". *Accounting Analysis Journal* 3 (1):111-112.
- Nurhayati, Sri dan Wasilah. (2015). *Akuntansi Syariah di Indonesia*. Jakarta: Salemba Empat.
- Oktavian, Oky, Haryetti dan Sjahrudin. (2015). "Pengaruh Tingkat Inflasi, Debt To Equity Ratio, Likuiditas Obligasi Dan Rating Obligasi Terhadap Yield Obligasi Kororasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2009 - 2012". *JOM FEKON* Vol.2 No. 1 Februari:1-17.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2017). "Konsep Dasar Pasar Modal Syariah" Jakarta: Otoritas Jasa Keuangan Syariah.
- Pebruary, Silviana. (2016). "Pengaruh Rasio Profitabilitas, Rasio Likuiditas, Rasio Leverage dan Pendapatan Bunga terhadap Rating Sukuk Korporasi Periode 2010-2013". *Jurnal Dinamika Ekonomi dan Bisnis* Vol.13 No.1 Maret: 99-100.
- Purwaningsih, Septi. (2013). "Faktor Yang Mempengaruhi Rating Sukuk Yang Ditinjau Dari Faktor Akuntansi Dan Non-Akuntansi". *Accounting Analysis Journal* 2 (3):361-363.
- Rivai, Veitzhal, Rinaldi Firmansyah, Andria Permata Veitzhal dan Rizqullah. (2010). *Islamic Financial Management*. Bogor: Ghalia Indonesia.
- Rosdiani, Rika ST Khadijah. (2013). "Pengaruh Solvabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Yield To Maturity Obligasi. 2013:1. diakses pada 6 Januari 2019.
- Rufaidah, Popy. (2012). "*Manajemen Strategik*". Bandung: Penerbit Humaniora.
- Samsul, Mohamad. (2015). *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Situmorang, Bornok. (2017). " Pengaruh Peringkat Obligasi, Debt Equity Ratio dan Ukuran Perusahaan Terhadap Yield To Manurity Obligasi Korporasi dengan Tingkat Suku Bunga SBI Sebagai Variabel Moderating". *Jurnal Terapan Manajemen dan Bisnis* (3/1):43-55.
- Sudaryanti, Neneng, Akhmad Affandi Mahfudz dan Ries Wulandari. (2011). "Analisis Determinan Peringkat Sukuk Dan Peringkat Obligasi Di Indonesia". *TAZKIA:Islamic Finance & Business Review*, Vol. 6 No.2 Agustus - Desember:111.

- Sulistiyastuti, Dyah Ratih. (2002). *Saham dan Obligasi*. Yogyakarta: Universitas Atma Jaya Yogyakarta.
- Tandelilin, Eduardus. (2010) *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Penerbit Kanisius.
- Tariq, A. (2004). "Managing Financial Risks of Sukuk Structures". *Loughborough, UK, Loughborough University*:14-15.
- Terry, Sihotang Dikson. (2011). "Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap Peringkat Dan *Yield Obligasi* Di BEI". *JRMB* Volume 6, No 1 Juni:18.
- Utami, Novia Widya. (2018). "Cara Menghitung Pengembalian Ekuitas (*Return On Equity*)". *Jurnal*, 23 April.
- Winanti, Endah, Elizabeth, Sri Megawati dan Juwita, Ratna. (2017). "Pengaruh Rasio Likuiditas, Rasio Produktivitas, Rasio Profitabilitas, dan Rasio Solvabilitas Terhadap Peringkat Sukuk" *Jurnal Akuntansi dan Pajak*, Vol.18 No.1 Juli:131.