

## **BAB II**

### **KAJIAN PUSTAKA**

#### **2.1. Review Hasil-Hasil Penelitian Terdahulu**

Berdasarkan penelitian yang sudah pernah dilakukan oleh beberapa peneliti terdahulu, peneliti ingin mengkaji beberapa aspek yang berkaitan dengan judul penelitian sebagai bahan referensi dan perbandingan dalam penelitian ini.

Penelitian yang dilakukan oleh Elhaj et al. (2015) memberikan temuan apakah tata kelola perusahaan, ukuran keuangan, dan struktur sukuk memiliki pengaruh signifikan terhadap peringkat sukuk. Hasil dari penelitian ini yaitu ukuran dewan memiliki pengaruh positif signifikan pada tata kelola perusahaan dalam kaitannya dengan peringkat sukuk. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa *leverage* keuangan berhubungan negatif dengan ukuran keuangan dan hubungan peringkat sukuk. Temuan empiris didasarkan pada sampel dari 25 perusahaan publik Malaysia yang dinilai oleh lembaga pemeringkat Malaysia untuk RAM dan MARC yang setara dengan Standard & Poors selama periode 2008 dan 2012.

Penelitian yang dilakukan oleh Sari et al. (2018), menguji tentang pengaruh signifikan rasio likuiditas, rasio profitabilitas, ukuran perusahaan dan *leverage* terhadap peringkat obligasi pada perusahaan konstruksi dan *real estate*. Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, maka dapatkan beberapa kesimpulan, yaitu: Rasio likuiditas tidak mempengaruhi peringkat obligasi. Rasio profitabilitas mempengaruhi peringkat obligasi. Ukuran perusahaan tidak mempengaruhi peringkat obligasi. Dan *Leverage* juga tidak mempengaruhi peringkat obligasi. Penelitian tersebut menggunakan sampel dari 16 perusahaan yang menerbitkan obligasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2015 dengan metode *purposive sampling*, metode uji regresi linier berganda dan program SPSS 17.

Penelitian yang dilakukan oleh Prafitri dan Aryani (2019), Hasil penelitian yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial mempengaruhi peringkat sukuk perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk

menguji pengaruh *corporate governance* terhadap peringkat sukuk perusahaan di Indonesia. Proksi *corporate governance* adalah kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dewan komisaris independensi, komite audit, dan kualitas audit. Variabel kontrol yang diambil dalam penelitian ini termasuk ukuran dewan komisaris dan *leverage*. Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan penerbit sukuk yang diterbitkan selama periode 2007-2016 dan diberi peringkat oleh PEFINDO. Menggunakan metode *purposive sampling*, jumlah sampel diperoleh 18 perusahaan. Penelitian ini menggunakan model data panel dengan program Eviews 10 untuk analisis metode. Hasil penelitian membuktikan bahwa kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial, keduanya mempengaruhi peringkat sukuk perusahaan. Dewan komisaris independen, komite audit, dan kualitas audit tidak berpengaruh pada peringkat sukuk perusahaan. Variabel kontrol adalah ukuran dewan komisaris dan *leverage* berpengaruh pada peringkat sukuk perusahaan.

Penelitian Mardiah et al., (2016), yang dilakukan untuk mengetahui likuiditas, profitabilitas dan *leverage* pada perusahaan yang menerbitkan sukuk, untuk mengetahui peringkat sukuk pada perusahaan yang menerbitkan sukuk, dan untuk mengetahui pengaruh likuiditas, profitabilitas dan *leverage* terhadap sukuk secara simultan dan parsial. Metode penelitian yang digunakan adalah metode analisis regresi ordinal dengan pendekatan kuantitatif. Hasil penelitian secara keseluruhan adalah likuiditas, profitabilitas dan *leverage* pada perusahaan-perusahaan yang mengeluarkan sukuk cukup baik. Peringkat sukuk pada perusahaan-perusahaan yang mengeluarkan sukuk sangat baik, ditandai dengan hasil peringkat sukuk berupa *investment grade*. Secara simultan dan parsial likuiditas, profitabilitas dan *leverage* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap peringkat sukuk.

Penelitian yang dilakukan oleh Afiani (2013) yang menganalisis pengaruh likuiditas, produktivitas, profitabilitas, dan *leverage* terhadap peringkat sukuk. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah Bank Umum Syariah dan Unit Usaha Syariah yang secara konsisten listing selama tahun 2008-2010, dan

diambil dengan metode *purposive sampling*. Metode analisis data menggunakan Analisis Regresi Berganda dengan pengujian hipotesis uji statistik F dan uji statistik t, dibantu dengan program SPSS 19.0. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengujian secara simultan keempat variabel tidak mempengaruhi peringkat sukuk. Pengujian secara parsial, variabel likuiditas dan profitabilitas mempengaruhi peringkat sukuk, sedangkan produktivitas dan *leverage* tidak mempengaruhi peringkat sukuk.

Penelitian oleh Sari dan Murtini (2015), tujuan dari penelitian ini untuk mengetahui bagaimana pengaruh peringkat obligasi terhadap mekanisme *corporate governance*. Proksi dari *corporate governance* yang digunakan adalah kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran dewan komisaris, komisaris independen, komite audit, dan kualitas audit. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), serta menerbitkan obligasi yang yang diperingkat oleh PEFINDO pada tahun 2011-2013. Sampel penelitian ini adalah 54 perusahaan non keuangan yang sahamnya terdaftar di BEI dan diperingkat oleh PEFINDO selama 2011-2013. Metode analisis data penelitian ini adalah *logistic regression*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan kualitas audit berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Sedangkan kepemilikan manajerial, ukuran dewan komisaris, komisaris independen, dan komite audit tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Penelitian yang dilakukan oleh Melinda dan Wardani (2018) yang menguji pengaruh *leverage*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, komisaris independen, dan reputasi auditor terhadap peringkat sukuk. Populasi penelitian adalah sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan penerbit sukuk yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2013- 2016. Metode sampel dilakukan dengan *purposive sampling* dan diperoleh 64 sampel. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi logistik ordinal. Hasil pengujian dari penelitian ini menunjukkan bahwa *leverage* dan komisaris independen memiliki efek negatif pada peringkat sukuk. Sedangkan kepemilikan institusional,

kepemilikan manajerial, dan reputasi auditor tidak berpengaruh pada peringkat sukuk.

Penelitian yang dilakukan oleh Pranoto et al., (2017) yang menguji mengenai pengaruh antara profitabilitas, perusahaan ukuran, produktivitas, dan reputasi auditor terhadap peringkat sukuk. Dalam penelitian ini peringkat sukuk diukur dengan teknik penilaian berdasarkan peringkat Pefindo. Variabel independen dalam penelitian ini, menggunakan profitabilitas diukur dengan pengembalian rasio ekuitas, ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural dari total aset, produktivitas diukur dengan membandingkan penjualan dengan karyawan, reputasi auditor menggunakan metode dummy. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang merupakan perusahaan non bank dari Bursa Efek Indonesia dan mendapat peringkat dari Pefindo pada tahun 2009-2013. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah metode *purposive* yaitu keseluruhan 35 sampel memilih. Penelitian ini menggunakan regresi logistik ordinal untuk menguji hipotesis dengan program komputer SPSS. Hasil penelitian menunjukkan bahwa produktivitas dan reputasi auditor sebagian pengaruh negatif signifikan terhadap peringkat sukuk, sedangkan profitabilitas dan ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap peringkat sukuk.

Penelitian yang dilakukan oleh Winanti et al., (2017) untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh rasio likuiditas, rasio pengaruh produktivitas, rasio profitabilitas, dan rasio solvabilitas terhadap peringkat sukuk yang dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2011-2015. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 14 perusahaan yang menerbitkan sukuk dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011-2015, dengan metode pengambilan sampel *purposive sampling*. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji regresi linier berganda. Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, maka dapat diambil beberapa kesimpulan, yaitu Rasio likuiditas tidak mempengaruhi peringkat sukuk. Rasio produktivitas untuk peringkat sukuk, sehingga besarnya rasio produktivitas ini menggambarkan efektivitas manajemen perusahaan dan begitu pula untuk peringkat sukuk. Rasio profitabilitas tidak

mempengaruhi peringkat sukuk. Rasio solvabilitas berpengaruh pada peringkat sukuk.

Penelitian yang dilakukan oleh Grassa (2016), yang melakukan penelitian tentang pengaruh atribut tata kelola dengan terhadap peringkat kredit bank syariah pada bank syariah di Asia tenggara dan bank syariah GCC periode tahun 2005-2011. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa peringkat kredit bank syariah adalah secara negatif berpengaruh dengan jumlah blockholder yang memiliki setidaknya 5% dan dengan kepemilikan asing, berhubungan positif dengan kepemilikan saham, berkorelasi positif dengan independensi dewan secara keseluruhan, proporsi direktur perempuan di dewan dan proporsi direktur lama di dewan direksi, secara negatif berpengaruh dengan masa jabatan CEO dan kekuatan CEO di dewan, berkorelasi positif dengan pendiri CEO, secara negatif berpengaruh dengan peran pengawasan dewan syariah dan konsentrasi pemegang rekening investasi di bank, secara positif berpengaruh dengan persentase interlock di dewan Syariah, berkorelasi negatif dengan leverage dan kerugian, berpengaruh positif dengan usia dan ukuran bank syariah, berpengaruh lebih kuat untuk bank syariah Asia Tenggara dan lebih lemah untuk bank syariah GCC.

Penelitian ini yang dilakukan oleh Widyawati et al. (2020) untuk mengetahui pengaruh rasio profitabilitas dan rasio likuiditas terhadap peringkat sukuk tahun periode 2015-2018. Penelitian adalah penelitian deskriptif verifikatif dengan pendekatan kuantitatif dengan perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) dan lembaga pemeringkat sukuk di Indonesia (PEFINDO) sebagai populasi. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda. Hasil dari penelitian ini adalah bahwa rasio profitabilitas dan rasio likuiditas berpengaruh secara simultan terhadap peringkat sukuk, rasio profitabilitas berpengaruh terhadap peringkat sukuk, dan rasio likuiditas berpengaruh terhadap peringkat sukuk.

Penelitian ini yang dilakukan oleh Badjra (2016) untuk mengetahui signifikansi pengaruh likuiditas, ukuran perusahaan, leverage dan jaminan terhadap peringkat obligasi sektor keuangan di Bursa Efek Indonesia. Jumlah

sampel sebanyak 20 obligasi perusahaan sektor keuangan periode 2012-2014, dengan menggunakan metode purposive sampling. Teknik analisis yang digunakan adalah uji analisis regresi logistik dan pengolahan data menggunakan SPSS 13 for windows. Hasil analisis menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap peringkat obligasi. Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap peringkat obligasi. Leverage berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap peringkat obligasi. Jaminan berpengaruh positif dan signifikan terhadap peringkat obligasi.

## **2.2. Landasan Teori**

### **2.2.1. Teori Sinyal (*Signaling Theory*)**

Teori sinyal (*signaling theory*) pertama kali diperkenalkan oleh Spence di dalam penelitiannya yang berjudul *Job Market Signaling*. Spence (1973) mengemukakan bahwa isyarat atau *signal* memberikan suatu sinyal, pihak pengirim (pemilik informasi) berusaha memberikan potongan informasi relevan yang dapat dimanfaatkan oleh pihak penerima. Pihak penerima kemudian akan menyesuaikan perilakunya sesuai dengan pemahamannya terhadap sinyal tersebut. Teori sinyal merupakan sebuah teori yang berkaitan dengan hubungan manajemen dan pihak penerima informasi. Teori ini didasarkan pada asimetri informasi, yaitu ketidakseimbangan perolehan informasi. Dalam teori ini menunjukkan adanya asimetri informasi antara pihak manajemen perusahaan dan berbagai pihak eksternal, berkaitan dengan informasi yang dikeluarkan tersebut. Hal ini menjadikan alasan bagi pihak manajemen untuk mengungkapkan informasi terkait laporan keuangan, informasi kebijakan perusahaan, maupun informasi lainnya. Asimetri informasi dapat terjadi diantara dua kondisi ekstrim yaitu perbedaan informasi yang kecil sehingga tidak mempengaruhi manajemen atau perbedaan yang sangat signifikan sehingga dapat berpengaruh terhadap manajemen dan peringkat sukuk.

Menurut Nursanita et al. (2019) dalam kerangka teori sinyal disebutkan bahwa dorongan perusahaan untuk memberikan informasi adalah karena terdapat

asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar, hal ini disebabkan karena perusahaan mengetahui lebih banyak informasi perusahaan dan prospek yang akan datang dibandingkan pihak luar (investor dan kreditor). Salah satu cara yang dapat dilakukan oleh perusahaan untuk meningkatkan peringkat sukuk dengan mengurangi asimetri informasi tersebut adalah dengan memberikan sinyal pada pihak luar. Pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai sinyal baik (*good news*) atau sinyal buruk (*bad news*). Jika pengumuman informasi tersebut sebagai sinyal baik bagi investor, maka terjadi perubahan dalam volume perdagangan sukuk.

Kualitas keputusan investor dipengaruhi oleh kualitas informasi yang diungkapkan perusahaan dalam. Kualitas informasi tersebut bertujuan untuk mengurangi asimetri informasi yang timbul ketika manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa mendatang dibanding pihak eksternal perusahaan. Informasi yang berupa pemberian peringkat sukuk perusahaan yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi sinyal kondisi keuangan perusahaan tertentu dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki. Kualitas informasi dari peringkat sukuk diharapkan menjadi sinyal yang menyatakan kondisi keuangan dan sinyal mengenai kinerja manajemen perusahaan terkait oleh karena manajer turut memberikan informasi yang berkualitas dalam peringkat obligasi sehingga dapat mengurangi asimetri informasi.

### **2.2.2. Teori Keagenan (*Agency Theory*)**

*Agency theory* merupakan salah satu teori yang muncul dalam perkembangan riset akuntansi yang merupakan modifikasi dari perkembangan model akuntansi keuangan dengan menambahkan aspek perilaku manusia dalam model ekonomi. Pertama kali teori keagenan ini dikemukakan oleh Jensen dan Meckling pada tahun 1976. Teori ini mendeskripsikan adanya pemisahan antara kepemilikan (*ownership*) dan pengendalian (*control*) dalam suatu perusahaan atau

entitas. Teori agensi menyatakan bahwa dewan komisaris adalah penanggung jawab yang mengawasi tindakan manajemen. Hubungan agensi ini didefinisikan sebagai kontrak antara satu atau lebih orang, dimana principal mengikat orang lain (*agent*) untuk melakukan pelayanan sesuai kepentingan principal yang melibatkan pendelegasian beberapa otoritas untuk membuat keputusan bagi agent.

Kontrak kerja yang terdapat dalam teori agensi disebut dengan “*nexus of contract*”. Kontrak kerjasama ini berisi kesepakatan yang menjelaskan bahwa pihak manajemen perusahaan harus bekerja secara maksimal, namun pada kenyataannya sikap *opportunistic* di kalangan manajemen perusahaan masih sering terjadi. Pihak agen memiliki informasi secara maksimal (*full information*) sedangkan pihak prinsipal memiliki keunggulan kekuasaan (*discretionary power*). Hal tersebut berarti kedua belah pihak ini sama-sama memiliki kepentingan pribadi (*self-interest*) dalam setiap keputusan yang diambil (Nursanita et al. 2019).

Perbedaan kepentingan antara pemberi modal dan manajemen perusahaan merupakan sebuah hubungan yang dapat menimbulkan permasalahan keagenan (*agency problem*) dan informasi yang tidak seimbang (*asymmetric information*). *Agency problem* timbul akibat konflik antara manajemen dan pemilik/pemberi modal terkait dengan peningkatan kesejahteraan masing-masing pihak dan pembagian risiko yang terjadi dalam kegiatan usaha yang dijalankan. Sedangkan *asymmetric information* terjadi disebabkan oleh pembagian informasi yang tidak sama antara pihak manajemen dan pihak pemilik/pemberi modal. Hal ini sering muncul dalam praktik pelaporan keuangan sebagai sebuah informasi penting perusahaan yang dibuat-buat sehingga menimbulkan ketidaktransparanan dalam menunjukkan kinerja manajemen kepada pemilik/pemberi modal.

Pengawasan dan pemantauan dalam mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham akan menimbulkan biaya. *Agency cost* adalah biaya yang dikeluarkan oleh pemilik perusahaan guna meningkatkan nilai perusahaan. Masalah keagenan dapat diatasi melalui sistem pengawasan yang mampu menyamakan kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen. Jika kedua kelompok (*agent* dan *principal*) tersebut adalah orang-orang yang



berupaya memaksimalkan utilitasnya, maka terdapat alasan yang kuat untuk meyakini bahwa agent tidak akan selalu bertindak terbaik untuk kepentingan principal, sehingga memicu biaya keagenan (*agency cost*).

Menurut Jensen dan Meckling (1976), biaya keagenan (*agency cost*) terdiri dari:

1. *Monitoring expenditures by the principle*. Biaya monitoring dikeluarkan oleh prinsipal untuk memonitor perilaku agen, termasuk juga usaha untuk mengendalikan (*control*) perilaku agen melalui budget restriction, dan compensation policies.
2. *Bonding expenditures by the agent*. *The bonding cost* dikeluarkan oleh agen untuk menjamin bahwa agen tidak akan menggunakan tindakan tertentu yang akan merugikan prinsipal atau untuk menjamin bahwa prinsipal akan diberi kompensasi jika ia tidak mengambil banyak tindakan.
3. *Residual loss*. Merupakan penurunan tingkat kesejahteraan prinsipal maupun agen setelah adanya *agency relationship*. Perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen

Sebagai pengelola, pihak manajemen perusahaan akan melakukan berbagai upaya untuk meningkatkan kesejahteraannya dalam mengelola perusahaan dengan cara meningkatkan produktivitas maupun menambah modal perusahaan guna mengembangkan perusahaan. Sebaliknya, pemilik dalam hal ini investor modal maupun pinjaman/kreditor juga akan berupaya untuk meningkatkan kesejahteraannya dengan memilih menginvestasikan dananya terhadap perusahaan-perusahaan yang mampu memberikan keuntungan yang besar atas pengembalian dana tersebut baik secara langsung berupa bagi hasil, dividen dan bunga pinjaman maupun tidak langsung berupa kenaikan harga dalam saham, obligasi maupun sukuk.

### **2.2.3. Sukuk**

Di dunia Internasional sukuk dikenal dengan obligasi syariah. Sukuk berasal dari bahasa Arab “*sak*” (tunggal) dan “*sukuk*” (jamak) yang memiliki arti

mirip dengan sertifikat atau note. Berbeda dengan obligasi pada konvensional, sukuk bukanlah surat utang piutang, melainkan sertifikat investasi (bukti kepemilikan) atas surat aset berwujud atau hak manfaat (*beneficial title*) yang menjadi *underlying asset*. Jadi akad yang digunakan dalam sukuk bukan akad hutang piutang melainkan akad investasi (Astuti 2017). Sedangkan sukuk atau obligasi syariah menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional No.32/DSN-MUI/IX/2002 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. Pengertian sukuk juga dijelaskan lebih lanjut oleh Otoritas Jasa Keuangan dalam POJK No. 18/POJK.04/2015 Tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk, bahwa sukuk adalah Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas aset yang mendasarinya.

Menurut PSAK 110 sukuk merupakan ungkapan umum untuk kepemilikan dan hak pada aset berwujud, barang dan jasa, maupun ekuitas pada proyek dengan aktivitas investasi khusus. Pada dasarnya sukuk adalah suatu bentuk sekuritisasi aset. Berbeda dengan obligasi konvensional, di dalam transaksi sukuk harus dilandasi oleh aset yang berwujud (*tangible asset*). Di dalam sukuk, *underlying asset* dibutuhkan sebagai jaminan bahwa penerbitan sukuk didasarkan nilai yang sama dengan aset yang tersedia. Oleh karenanya, aset harus memiliki nilai ekonomis, baik berupa aset berwujud atau tidak berwujud, termasuk proyek yang akan atau sedang dibangun. Adapun fungsi *underlying asset* tersebut adalah:

1. Menghindari riba,
2. Sebagai prasyarat untuk dapat diperdagangkannya sukuk di pasar sekunder, dan
3. Akan menentukan jenis struktur sukuk. Dalam *sukuk ijarah al muntahiya bittamlik* atau *ijarah-sale and lease back*, penjualan aset tidak disertai penyerahan fisik aset tetapi yang dialihkan adalah hak manfaat (*beneficial*

*title*) sedangkan kepemilikan aset (*legal title*) tetap pada obligor. Pada akhir periode sukuk, SPV wajib menjual kembali aset tersebut kepada obligor.

Sukuk dan obligasi konvensional memiliki cara kerja yang berbeda. Sukuk bukan merupakan utang berbunga, namun lebih kepada penyertaan dana yang didasarkan pada bagi hasil. Dana yang dihimpun disalurkan untuk mengembangkan usaha lama atau membangun suatu unit baru yang berbeda dari usaha lain. Sukuk diterbitkan oleh sebuah perusahaan (emiten) sebagai pengelola (*mudharib*) dan dibeli oleh investor (*shahibul maal*). Sedangkan obligasi konvensional sistem pengembaliannya menggunakan sistem bunga, dimana bunga merupakan salah satu perwujudan dari riba sehingga obligasi konvensional haram dimiliki dan diperdagangkan.

### **2.2.3.1 Karakteristik Sukuk**

Sukuk memiliki karakteristik berbeda dibandingkan dengan obligasi karena strukturnya yang didasarkan pada aset nyata. Hal ini memperkecil kemungkinan terjadinya fasilitas pendanaan yang melebihi nilai yang mendasari transaksi sukuk. Pemegang sukuk berhak atas bagian pendapatan yang dihasilkan dari aset sukuk di samping hak atas penjualan aset sukuk. Secara umum sukuk dapat dipahami sebagai obligasi yang sesuai dengan syariah. Dalam bentuk sederhana sukuk pada dasarnya merupakan sertifikat/bukti klaim atas kepemilikan dari suatu aset. Klaim atas sukuk tidak didasarkan pada cash flow tapi atas kepemilikan terhadap aset. Sukuk (obligasi syariah) ini memiliki karakteristik sbb:

1. Jenis usaha yang dilakukan Emiten (*Mudharib*) tidak boleh bertentangan dengan syariah, yaitu:
  - a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang,
  - b. Usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional,

- c. Usaha yang memproduksi, mendistribusi, serta memperdagangkan makanan dan minuman yang haram,
  - d. Usaha yang memproduksi, mendistribusi, dan/atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.
2. Pendapatan (hasil) investasi yang dibagikan Emiten (*Mudharib*) kepada pemegang Obligasi Syariah (*Shahibul Mal*) harus bersih dari unsur non halal;
  3. Pendapatan (hasil) yang diperoleh pemegang Obligasi Syariah sesuai akad yang digunakan;
  4. Pemindahan kepemilikan obligasi syariah mengikuti akad-akad yang digunakan.

#### **2.2.3.2 Jenis - Jenis Sukuk**

Terdapat 14 jenis sukuk yang sudah diakui oleh *Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) untuk sukuk berstandar syariah. Namun, ada beberapa sukuk yang sering digunakan di pasaran antara lain:

##### **1. Sukuk Ijarah**

Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad ijarah dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset itu sendiri. Sukuk ijarah adalah sekuritas yang mewakili kepemilikan aset yang keberadaannya jelas yang melekat pada suatu kontrak sewa beli (*lease*). Bagi investor, sukuk ijarah lebih menguntungkan karena dalam kondisi apapun akan menerima keuntungan (*return*) berupa sewa yang dibayarkan oleh emiten sukuk. Akad ijarah tercantum dalam DSN No. 80/DSNMUI/ III/ 2011 bahwa ijarah adalah akad pemindahan hak guna/manfaat atas suatu barang atau pemberian

jasa/pekerjaan dalam waktu tertentu dengan pembayaran sewa. DSN No. 41/DSN-MUI/III/2004 menyatakan bahwa obligasi syariah adalah suatu surat jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Imbalan hasil yang akan diberikan kepada pemegang sukuk ijarah tersebut didapatkan dari hasil sewa dengan tingkat fee ijarah tetap. Fee ijarah ini diperoleh dari penyewaan dan telah ditentukan sebelumnya. Sukuk ijarah menggunakan akad sewa sehingga besar return yang diberikan sama sepanjang waktu sukuk berlaku. Akad sukuk ijarah menerapkan akad yang berupa menyewa manfaat dari suatu aset.

## 2. Sukuk Mudharabah

Sukuk yang diterbitkan dengan akad mudarabah, satu pihak menyediakan modal (*rab al mal*) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (*mudharib*). Keuntungan dari kerjasama antara kedua belah pihak akan di bagi berdasarkan kesepakatan bersama. Sedangkan apabila terdapat kerugian, maka kerugian akan ditanggung oleh penyedia modal. Pihak pemegang sukuk berhak mendapat bagian keuntungan serta menanggung kerugian tanpa ada jaminan atas keuntungan dan tanpa jaminan bebas dari kerugian. Dalam akad sukuk mudarabah investor mengamanatkan dananya agar dikelola oleh perusahaan. Maka perusahaan wajib menjalankan amanat tersebut dengan benar. Obligasi mudarabah terdapat dalam Fatwa No. 33/DSNMUI/X/2002, antara lain:

- a. Obligasi syariah mudarabah adalah obligasi syariah yang berdasarkan akad mudarabah dengan memperhatikan substansi Fatwa DSN-MUI No. 7/DSN-MUI/IV/2000 tentang pembiayaan mudarabah
- b. Emiten bertindak sebagai *muhdarib* (pengelola modal), sedangkan pemegang obligasi syariah mudarabah bertindak sebagai sahibul mal (pemodal)

- c. Jenis usaha emiten tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah
- d. Nisbah keuntungan dinyatakan dalam akad
- e. Apabila emiten lalai atau melanggar perjanjian, emiten wajib menjamin pengembalian dana dan pemodal dapat meminta emiten membuat surat pengakuan utang
- f. Kepemilikan obligasi syariah dapat dipindah tangankan selama disepakati dalam akad.

### 3. Sukuk Musyarakah

Sukuk musyarakah diterbitkan berdasarkan akad musyarakah dimana dua pihak atau lebih bekerja sama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang telah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan akan dibagi sesuai nisbah yang disepakati sedangkan kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai proporsi modal masing-masing pihak.

### 4. Sukuk Murabahah

Sukuk murabahah adalah sukuk berdasarkan akad murabahah. Murabahah adalah kontrak jual beli dimana penjual menjual barangnya kepada pembeli ditambah dengan margin keuntungan

### 5. Sukuk Salam

Sukuk dengan kontrak yang mengharuskan pembayaran dilakukan dimuka sedangkan pengiriman barang akan dilakukan kemudian. Penerima tidak diperbolehkan menjual komoditas salam sebelum menerimanya, akan tetapi ia boleh menjual kembali komoditas tersebut dengan kontrak yang lain yang paralel dengan kontrak pertama. Kontrak pertama dan kedua harus independen satu sama lain.

### 6. Sukuk Istishna

Jenis sukuk ini diterbitkan berdasarkan akad istishna di mana para pihak menyepakati jual beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek/aset. Sedangkan harga, waktu penyerahan, dan spesifikasi proyek/aset ditentukan terlebih dahulu.

Terdapat jenis sukuk lainnya sesuai dengan akad yang berdasarkan karakteristik dari transaksinya. Namun di Indonesia sendiri, mayoritas jenis akad sukuk yang digunakan adalah akad ijarah dan akad mudharabah. Sukuk korporasi adalah sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan, baik perusahaan swasta maupun Badan Umum Milik Negara (BUMN), berdasarkan peraturan OJK No. 18/POJK.04/2005 tentang penerbitan dan persyaratan sukuk. Dalam hal sukuk diterbitkan oleh pihak korporasi, maka aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah di Pasar Modal yang terdiri atas:

1. Aset berwujud tertentu (*a'yan maujudat*)
2. Nilai manfaat atas aset berwujud (*manafiul a'yan*) tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada
3. Jasa (*al khadamat*) yang sudah ada maupun yang akan ada
4. Aset proyek tertentu (*maujudat masyru' mu'ayyan*) dan/atau
5. Kegiatan investasi yang telah ditentukan (*nasyath ististmarin khashah*).

### **2.2.3.3 Perbandingan Antara Obligasi Konvensional dan Sukuk**

Pada Brosur Departemen Keuangan yang dikeluarkan oleh OJK dijelaskan bahwa sukuk pada dasarnya memiliki kesamaan dengan obligasi konvensional. Perbedaan diantara keduanya terdapat pada adanya transaksi pendukung (*underlying transaction*) dan konsep bagi hasil. *Underlying transaction* merupakan akad antara pihak-pihak yang terkait yang harus berdasarkan aturan syariah. Penerbitan sukuk oleh obligor biasanya melalui *Super Purpose Vehicle* (SPV). Pada penerbitan sukuk terdapat aset yang menjadi objek transaksi atau sering disebut dengan *underlying asset*. Sukuk yang diterbitkan harus mendapatkan pernyataan kesesuaian prinsip syariah (*shariah compliance endorsement*). Pernyataan ini sebagai tanda bahwa sukuk yang diterbitkan memenuhi prinsip-prinsip syariah. Terdapat perbedaan pokok antara sukuk dan obligasi sehingga sukuk tidak dilarang dalam Islam, salah satunya dalam penerbitan sukuk terdapat *underlying asset*. Berikut ini merupakan tabel perbandingan antara sukuk dan obligasi konvensional.

**Tabel 2.1**  
**Perbandingan Obligasi Konvensional dan Sukuk**

No.	Deskripsi	Obligasi	Sukuk
1.	Sifat instrumen	Instrumen utang	Bukti kepemilikan atas suatu aset
2.	Obligor	Perusahaan, Pemerintah	Perusahaan, Pemerintah
3.	Penerbit	Perusahaan, Pemerintah	Pemerintah Perusahaan, Pemerintah, SPV
4.	<i>Underlying asset</i>	Tidak perlu	Perlu
5.	Investor	Konvensional	Syariah, Konvensional
6.	Imbal hasil	Kupon	Bagi Hasil, Margin
7.	Pemanfaatan hasil penerbitan	Tidak ada batasan	Harus sesuai dengan aturan syariah
8.	Harga	<i>Market price</i>	<i>Market price</i>

Sumber : (Prafitri dan Aryani 2019)

#### 2.2.4. Peringkat Sukuk

Peringkat sukuk merupakan suatu indikator ketepatan waktu dalam membayar pokok utang dan bagi hasil obligasi syariah, yaitu mencerminkan skala risiko dari semua obligasi syariah yang diperdagangkan (Astuti 2017). Berdasarkan keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) Nomor KEP-712/BL/2012, peringkat sukuk adalah opini tentang kemampuan untuk memenuhi kewajiban pembayaran secara tepat waktu oleh Emiten berkaitan dengan sukuk yang diterbitkan.

Peringkat sukuk adalah salah satu informasi penting yang diperlukan oleh investor yang dapat dijadikan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi. Peringkat obligasi adalah suatu informasi kepada investor tentang penilaian yang berkualitas dan evaluasi resmi dari perusahaan dan kemampuan membayar kewajiban. Selain itu peringkat obligasi yang dipublikasikan dapat memberi informasi mengenai kemampuan membayar, kualitas dan tingkat risiko sebuah obligasi dari perusahaan, dan dapat mengurangi asimetri informasi antara penerbit obligasi dan investor. Secara umum, rating sukuk dan obligasi dibagi menjadi dua kategori, yaitu *investment grade* dengan rentang peringkat AAA,



AA, A, dan BBB; serta *non-investment grade* dengan rentang peringkat BB, B, CCC, dan D. Kategori *investment grade* merupakan kelompok perusahaan yang dianggap mampu dalam melunasi hutangnya, sehingga kebanyakan investor lebih tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Sedangkan *non-investment grade* adalah kelompok perusahaan yang memiliki kemungkinan tidak bisa melunasi hutang mereka dan cenderung sulit menerima pendanaan.

Manfaat rating bagi investor dengan melakukan analisis dari segi keuangan atau manajemen bisnis dan fundamentalnya, setiap investor akan dapat menilai kelayakan bisnis usaha emiten tersebut. Selain itu, investor akan dapat menilai tingkat risiko yang timbul dari investasi obligasi tersebut. Beberapa manfaat rating bagi investor adalah sebagai berikut:

1. Informasi risiko investasi. Tujuan utama investasi adalah untuk meminimalkan risiko serta mendapatkan keuntungan yang maksimal. Oleh karena itu, dengan adanya “peringkat obligasi” diharapkan informasi risiko dapat diketahui lebih jelas posisinya.
2. Rekomendasi investasi. Investor akan dengan mudah mengambil keputusan investasi berdasarkan hasil peringkat kinerja emiten obligasi tersebut. Dengan demikian investor dapat melakukan strategi investasi akan membeli atau menjual sesuai perencanaannya.
3. Perbandingan. Hasil rating akan dijadikan patokan dalam membandingkan obligasi yang satu dengan yang lain, serta membandingkan struktur yang lain seperti suku bunga dan metode penjaminannya.

Untuk melakukan proses penerbitan sukuk, perusahaan harus melakukan proses pemeringkatan yang dilakukan oleh lembaga pemeringkat. Beberapa manfaat yang akan didapatkan dari emiten di antaranya adalah:

1. Informasi posisi bisnis. Dengan melakukan rating, pihak perseroan akan dapat mengetahui posisi bisnis dan kinerja usahanya dibandingkan dengan perusahaan sejenis lainnya.
2. Menentukan struktur obligasi. Setelah diketahui keunggulan dan kelemahan manajemen, bisa ditentukan beberapa syarat atau struktur

obligasi yang meliputi tingkat kepercayaan investor. Hasil rating yang independen akan membuat investor lebih aman, sehingga kepercayaan investor bisa terjaga.

3. Mendukung kinerja. Apabila emiten mendapatkan rating yang cukup bagus maka kewajiban menyediakan sinking fund atau jaminan kredit bisa dijadikan pilihan alternatif.
4. Alat pemasaran. Dengan mendapatkan rating yang bagus, daya tarik perusahaan di mata investor bisa meningkat. Dengan demikian, adanya rating bisa membantu sistem pemasaran obligasi tersebut supaya lebih menarik.
5. Menjaga kepercayaan investor. Hasil rating yang independen akan membuat investor merasa lebih aman, sehingga kepercayaan investor bisa terjaga.

Pemberian peringkat sukuk oleh lembaga pemeringkat harus mencerminkan penilaian bagaimana kemampuan perusahaan dalam melakukan pembayaran pokok dengan tepat waktu. Sehingga pemberian peringkat obligasi dapat dimanfaatkan untuk memutuskan apakah obligasi tersebut layak untuk dijadikan investasi serta mengetahui tingkat risikonya (Pogue and Soldofsky 2014).

Lembaga-lembaga pemeringkat sukuk adalah organisasi profesional yang menyediakan jasa analisis dan beroperasi dengan prinsip-prinsip dasar, yaitu independen, objektif, kredibilitas, dan *disclosure*. Lembaga pemeringkat obligasi memeriksa prospek keuangan perusahaan dan karakteristik obligasi dan menetapkan peringkat yang menunjukkan penilaian independen dari tingkat risiko default yang terkait dengan obligasi perusahaan, lembaga pemeringkat dapat pula memperbaiki efisiensi pasar modal dengan meningkatkan transparansi sekuritas, sehingga dapat mengurangi asimetri informasi antara investor dan penerbit obligasi (Dewi and Yasa 2016).

Berdasarkan surat edaran Otoritas Jasa Keuangan 37/SEOJK.03/2016 tentang Lembaga Pemeringkat dan Peringkat yang Diakui Otoritas Jasa Keuangan

terdapat 5 lembaga pemeringkat dan peringkat yang diakui Otoritas Jasa Keuangan, yaitu tiga lembaga pemeringkat Internasional Fitch Rating, Moody's Investor Services, dan Standars & Poor's dan dua lembaga pemeringkat Nasional yaitu: PT. Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo) dan PT. Fitch Rating Indonesia.

PT. PEFINDO atau PT. Pemeringkat Efek Indonesia didirikan di Jakarta pada 21 Desember 1993 melalui inisiatif dari BAPEPAM dan Bank Indonesia dan pada 1994 mendapatkan lisensi No.39/PM/-PI/1994 dari BAPEPAM sebagai institusi resmi di bidang pemeringkatan efek Indonesia. Pemegang sahamnya terdiri dari 86 lembaga keuangan, sekuritas, asuransi, dan dana pensiun.

Fungsi utama PT. PEFINDO adalah untuk menyediakan peringkat yang kredibel, independen dan obyektif pada *debt securities* melalui proses rating. Dalam meningkatkan jaringan dan kualitas produk pemeringkatan, PT. PEFINDO berafiliasi dengan lembaga pemeringkat internasional, yaitu S & P (Standard & Poor) serta aktif dalam kegiatan ASEAN Forum of Credit Rating Agencies (AFCRA) untuk meningkatkan jaringan dan kualitas produk pemeringkatan.

**Tabel 2.2**  
**Definisi Peringkat Sukuk**

<b>Peringkat</b>	<b>Arti</b>
idAAA(sy)	Peringkat ini merupakan peringkat tertinggi yang diberikan oleh PEFINDO. Kapasitas emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang dibawah kontrak pembiayaan syariah, relatif lebih unggul/superior terhadap emiten Indonesia lainnya.
idAA(sy)	Peringkat ini satu tingkat dibawah dari peringkat sebelumnya. Kapasitas emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang dibawah kontrak pembiayaan syariah, relatif sangat kuat terhadap emiten Indonesia lainnya.
idA(sy)	Kapasitas emiten untuk memenuhi komitmen jangka panjang dibawah kontrak pembiayaan syariah, relative kuat terhadap emiten Indonesia lainnya. Namun sedikit rentan terhadap efek samping dari perubahan keadaan dan kondisi ekonomi dari instrumen yang lebih tinggi peringkatnya.
IdBBB(sy)	Peringkat ini menunjukkan parameter perlindungan emiten yang cukup memadai. Namun perubahan keadaan dan kondisi ekonomi cenderung menyebabkan kapasitas emiten melemah untuk memenuhi komitmen jangka panjang dibawah kontrak pembiayaan syariah.
idBB(sy)	Peringkat ini menunjukkan parameter perlindungan yang sedikit lemah. Kapasitas emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang dibawah kontrak pembiayaan syariah rentan terhadap ketidakpastian kondisi keuangan, ekonomi dan bisnis yang merugikan.
idB(sy)	Peringkat ini menunjukkan parameter perlindungan yang lemah. Kapasitas emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang dibawah kontrak pembiayaan syariah kemungkinan akan terganggu oleh bisnis yang merugikan, keuangan maupun kondisi ekonomi.
idCCC(sy)	Peringkat ini menunjukkan rentan tidak dibayarkan dan tergantung pada bisnis dan kondisi keuangan yang menguntungkan bagi penerbit/emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang dibawah kontrak pembiayaan syariah.
idD(sy)	Peringkat ini menunjukkan terjadinya kegagalan pembayaran. Kecuali dibenarkan ketika pembayaran terlambat pada tanggal jatuh tempo dibuat perpanjangan waktu.

Sumber : [www.pefindo.com](http://www.pefindo.com)

### **2.2.5. Mekanisme *Corporate Governance***

Mekanisme merupakan cara kerja sesuatu secara tersistem untuk memenuhi persyaratan tertentu. Mekanisme *corporate governance* merupakan suatu hubungan antara pihak yang mengambil keputusan dengan pihak yang melakukan kontrol atau pengawasan terhadap keputusan. Mekanisme *corporate governance* terbagi menjadi dua kelompok yaitu mekanisme internal dan mekanisme eksternal. Mekanisme internal melibatkan struktur kepemilikan dalam hal ini kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, serta komposisi dewan direksi/komisaris. Sedangkan mekanisme eksternal berupa pengendalian pasar. Mekanisme *corporate governance* diarahkan untuk menjamin dan mengawasi sistem dalam sebuah organisasi serta diharapkan dapat mengontrol biaya keagenan.

Mekanisme *corporate governance* yang digunakan dalam penelitian ini merujuk pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh (Elhaj et al. 2015) dan (Prafitri dan Aryani 2019) yaitu yang berkaitan dengan ukuran dewan komisaris dan dewan komisaris independen.

#### **2.2.5.1 Ukuran Dewan Komisaris**

Menurut UU No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, dewan komisaris adalah organ perseroan yang bertugas melakukan pengawasan secara umum dan/atau khusus sesuai dengan anggaran dasar serta memberi nasihat kepada direksi. Dewan komisaris terbagi menjadi dua kategori, yaitu dewan komisaris independen dan dewan komisaris non independen.

Dewan Komisaris yaitu penjamin pelaksanaan strategi perusahaan, mengawasi manajemen dalam mengelola perusahaan serta mewajibkan terlaksananya akuntabilitas. Ukuran dewan komisaris sendiri diartikan sebagai jumlah direktur yang ada pada perusahaan (Dewi dan Yasa 2016).

*Forum Corporate Governance Indonesia* (FCGI) menyatakan bahwa dewan komisaris merupakan inti dari *corporate governance* yang bertugas

menjamin pelaksanaan strategi perusahaan, mengawasi manajemen dalam mengelola perusahaan, serta mewajibkan terlaksananya akuntabilitas.

Kemampuan dewan komisaris untuk mengawasi merupakan fungsi yang positif dari porsi dan independensi dari dewan komisaris eksternal. Dewan komisaris juga bertanggung jawab atas kualitas laporan yang disajikan (Prafitri dan Aryani 2019).

Dewan komisaris berperan untuk memonitoring dari implementasi kebijakan direksi. Dewan komisaris bertanggung jawab mengawasi tindakan direksi dan memberikan nasehat kepada direksi jika dipandang perlu. Komposisi dewan komisaris harus sedemikian rupa sehingga memungkinkan pengambilan keputusan yang efektif, tepat dan cepat serta dapat bertindak secara independen dalam arti tidak mempunyai kepentingan yang dapat mengganggu kemampuannya untuk melaksanakan tugasnya secara mandiri dan kritis dalam hubungan satu sama lain dan terhadap direksi. Suatu perseroan seyogyanya paling sedikit 20% dari anggota dewan komisaris harus berasal dari kalangan luar perseroan, hal ini berguna untuk meningkatkan efektifitas atas peran pengawasan dan transparansi dari pertimbangannya. Peran komisaris ini diharapkan akan meminimalisir permasalahan agensi yang timbul antara dewan direksi dan pemegang saham. Oleh karena itu, dewan komisaris seharusnya dapat mengawasi kinerja direksi sehingga kinerja yang dihasilkan sesuai dengan kepentingan pemegang saham (Mujiati 2019).

#### **2.2.5.2 Dewan Komisaris Independen**

Menurut Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 33/POJK.04/2014 tentang Direksi dan Dewan Komisaris Emiten atau Perusahaan Publik, komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang berasal dari luar emiten atau perusahaan publik. Komite Nasional Kebijakan *Governance* (2011) dalam Rahmawati et al. (2017) mendefinisikan dewan komisaris sebagai mekanisme pengendalian internal tertinggi yang bertanggung jawab secara kolektif untuk

melakukan pengawasan dan memberi masukan kepada direksi serta memastikan bahwa perusahaan melaksanakan *corporate governance*.

Menurut Mujiati (2019) komisaris independen (*Board Independence*) anggota komisaris yang berasal dari luar perusahaan (tidak memiliki hubungan afiliasi dengan perusahaan) yang dipilih secara transparan dan independen dengan pedoman pada prinsip-prinsip *corporate governance* (*transparency, accountability, responsibility, independence, fairness*) dan keberadaan komisaris independen, juga mampu memberikan keseimbangan antara kepentingan pemegang saham mayoritas dan pelindung terhadap pemegang saham minoritas, bahkan kepentingan *stakeholders* lainnya.

Secara umum menurut Rahmawati et al. (2017) dewan komisaris ditugaskan dan diberi tanggung jawab atas pengawasan kualitas informasi yang terkandung dalam laporan keuangan, dewan komisaris merupakan salah satu fungsi kontrol yang terdapat dalam suatu perusahaan, selain itu dewan komisaris independen juga memiliki pengawasan yang lebih baik terhadap manajer sehingga mampu mempengaruhi kemungkinan penyimpangan yang dilakukan manajer.

Setiap perusahaan tercatat wajib memiliki dewan komisaris paling kurang terdiri dari 2 (dua) orang anggota dewan komisaris dengan salah satu diantaranya adalah komisaris independen. Dalam hal dewan komisaris terdiri lebih dari 2 (dua) orang anggota dewan komisaris, jumlah komisaris independen wajib paling kurang 30% (tiga puluh persen) dari jumlah seluruh anggota dewan komisaris. Jumlah Komisaris Independen harus dapat menjamin agar mekanisme pengawasan berjalan secara efektif dan sesuai dengan peraturan perundang-undangan. Salah satu dari komisaris independen harus mempunyai latar belakang akuntansi atau keuangan (KNKG, 2011).

#### **2.2.6. Laporan Keuangan**

Laporan keuangan menurut PSAK No.1 adalah bagian dari proses pelaporan keuangan. Laporan keuangan merupakan sarana pengkomunikasian informasi keuangan kepada pihak-pihak yang berkepentingan dalam perusahaan.

Laporan keuangan yang lengkap meliputi neraca, laporan laba rugi, laporan perubahan posisi keuangan, catatan dan laporan lain serta materi penjelasan yang merupakan bagian dari laporan keuangan. Laporan keuangan dapat dijadikan dasar untuk mengukur kesehatan suatu perusahaan melalui rasio keuangan yang ada dalam laporan keuangan tersebut.

Menurut Brigham dan Houston (2011) faktor keuangan yang mempengaruhi peringkat obligasi atau sukuk menggunakan rasio-rasio keuangan yang didasarkan pada laporan keuangan perusahaan, dengan anggapan bahwa laporan keuangan tersebut lebih menggambarkan kinerja dan kondisi perusahaan. Semakin baik rasio keuangan tersebut maka ratingnya akan semakin tinggi. Rasio keuangan antara lain terdiri dari rasio profitabilitas, rasio likuiditas, rasio *leverage*, rasio solvabilitas, dan rasio aktivitas.

Rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini merujuk pada penelitian sebelumnya yaitu yang berkaitan dengan profitabilitas dan leverage.

#### **2.2.6.1 Profitabilitas**

Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk memperoleh laba (keuntungan) dalam waktu tertentu. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan, akan membuat investor menjadi percaya untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Profitabilitas yang baik pun akan memberikan keuntungan bagi pihak perusahaan dalam kaitannya dengan penambahan dana untuk kegiatan operasinya dan bagi pihak investor dalam hal mendapatkan keuntungan dari investasi tersebut (Nursanita et al. 2019).

Rasio profitabilitas bertujuan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba, aset, maupun terhadap modal sendiri. Dengan demikian, rasio ini akan mengukur efektivitas manajemen secara keseluruhan sebagaimana ditunjukkan dalam keuntungan yang diperoleh dari penjualan dan investasi. semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar (*default*) dan semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut. semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka



semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar (*default*) dan semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut (Astuti 2017).

### **2.2.6.2 Leverage**

Rasio ini digunakan untuk mengukur keseimbangan proporsi antara aset yang didanai oleh kreditor (utang) dan yang didanai oleh pemilik perusahaan (ekuitas). Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan menggunakan utang dalam membiayai investasinya (Dewi dan Yasa 2016).

Menurut Mahfudhoh dan Cahyonowati (2014) rasio ini digunakan untuk mengukur keseimbangan proporsi antara aktiva yang didanai oleh kreditor (utang) dan yang didanai oleh pemilik perusahaan (ekuitas). Semakin besar rasio *leverage* perusahaan maka semakin besar pula risiko kegagalan perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan tidak dapat dengan baik memenuhi kewajiban utangnya. Semakin rendah *leverage* perusahaan, semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan. Hal ini mengidentifikasi perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi cenderung memiliki kemampuan yang rendah dalam memenuhi kewajibannya.

Jika rasio ini cukup tinggi, maka hal tersebut menunjukkan tingginya penggunaan utang, sehingga hal ini dapat membuat perusahaan mengalami kesulitan keuangan, dan biasanya memiliki risiko kebangkrutan yang cukup besar. Perusahaan yang tidak mempunyai *leverage* berarti menggunakan modal sendiri 100% (Apritasari 2018).

## **2.3. Hubungan antar Variabel Penelitian**

### **2.3.1. Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris Terhadap Peringkat Sukuk**

Apritasari (2018), mendefinisikan dewan komisaris sebagai dewan yang bertugas untuk melakukan pengawasan di perusahaan agar lebih objektif dan independen, serta memberikan nasihat kepada direktur perseroan terbatas. Ukuran dewan komisaris yang dimaksud disini adalah jumlah anggota dewan komisaris dalam perusahaan. Secara teoritis, pengawasan oleh dewan komisaris diharapkan

akan menjadi pengendalian internal menjadi lebih baik sehingga mewujudkan *good corporate governance*. Hal ini disebabkan semakin banyak jumlah dewan komisaris yang berdampak pada semakin baiknya pengendalian yang ada di perusahaan. Sehingga akan meningkatkan peringkat obligasi atau sukuk.

Menurut Sari dan Murtini (2015), Kemampuan dewan komisaris untuk mengawasi merupakan fungsi yang positif dari porsi dan independensi dari dewan komisaris. Dewan komisaris juga bertanggung jawab atas kualitas laporan yang disajikan. Sehingga dapat disimpulkan jika dewan komisaris menjalankan tugasnya dengan baik dan kualitas laporan yang dihasilkan pun semakin bagus, maka risiko perusahaan akan semakin kecil. Peringkat obligasi atau sukuk perusahaan tersebut pun akan berdampak baik pula.

Elhaj et al. (2015) menjelaskan dalam penelitiannya bahwa ukuran dewan komisaris memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap tata kelola perusahaan dalam kaitannya dengan peringkat sukuk. Tanda positif adalah karena dewan komisaris dibuat secara eksklusif dari direktur independen yang terkait dengan kinerja yang unggul. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis pertama pada penelitian ini adalah:

**H<sub>1</sub>: Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk**

### **2.3.2. Pengaruh Dewan Komisaris Independen Terhadap Peringkat Sukuk**

Komisaris independen dalam suatu perusahaan dapat menjadi pihak penyeimbang dalam pengambilan keputusan. Selain itu dengan adanya komisaris independen dapat menyeimbangkan kekuatan pihak manajemen dalam melakukan pengawasan dan pengelolaan sehingga pada akhirnya kinerja perusahaan dapat meningkat. Apabila kinerja perusahaan baik maka tingkat risiko gagal bayar perusahaan menjadi rendah karena perusahaan memiliki kemampuan untuk untuk melunasi kewajiban- kewajibannya salah satunya obligasi. Apabila risiko gagal bayar semakin rendah maka peringkat sukuk dapat meningkat. (Prafitri dan Aryani 2019).

Menurut (Prafitri dan Aryani 2019), komisaris independen dapat menjadi penengah bila terjadi perselisihan antara pihak manajer internal. Komisaris independen adalah jabatan terbaik dalam melakukan pengawasan terhadap kinerja perusahaan sehingga *good corporate governance* dapat tercipta.

Dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Grassa (2016) menemukan bahwa ada hubungan positif antara dewan komisaris independen terhadap peringkat kredit dan penelitian Dali et al. (2015) menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berhubungan positif dengan peringkat obligasi. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis kedua pada penelitian ini adalah:

**H<sub>2</sub>: Dewan komisaris Independen berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk**

### **2.3.3. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Peringkat Sukuk**

Dalam menjalankan usahanya, perusahaan akan selalu menginginkan adanya keuntungan. Profitabilitas dapat memberikan gambaran seberapa efektif perusahaan beroperasi sehingga menghasilkan laba berdasarkan aset yang mereka miliki, Jika keuntungan yang diperoleh besar maka arus kas yang dimiliki perusahaan bisa semakin baik dengan kata lain profitabilitas yang tinggi membantu menstabilkan arus kas operasi, sehingga mengurangi risiko perusahaan. Karena perusahaan dengan profitabilitas tinggi memiliki kemampuan lebih besar untuk membayar dana pinjaman, profitabilitas diharapkan berkorelasi positif dengan peringkat (Dewi dan Yasa 2016). Sebaliknya, nilai profitabilitas yang rendah menunjukkan risiko gagal bayar tinggi dan peringkat sukuk menjadi rendah. Dengan kata lain, semakin tinggi profitabilitas, maka semakin tinggi pula peringkat sukuk. Hal ini sejalan dengan teori sinyal dimana peringkat obligasi dapat menjadi sinyal untuk pihak luar mengenai kondisi perusahaan yang diharapkan dapat menarik calon investor dan sekaligus untuk mengurangi adanya asimetri informasi antara pihak agen dan principal. Pada penelitian ini proksi profitabilitas yang digunakan adalah Return on Asset (ROA).

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Widyawati et al., (2020) dan Sari et al., (2018) yang menguji mengenai profitabilitas menunjukkan hasil bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap peringkat sukuk. Semakin tinggi nilai *return on asset*, maka akan semakin tinggi pula perolehan peringkat sukuk. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis ketiga pada penelitian ini adalah:

**H3: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk**

#### **2.3.4. Pengaruh *Leverage* Terhadap Peringkat Sukuk**

Mahfudhoh dan Cahyonowati (2014) menyatakan rasio *leverage* merupakan rasio keuangan yang menunjukkan proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi terhadap modal yang dimiliki. Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana suatu perusahaan menggunakan utang dalam membiayai investasinya. Rendahnya nilai rasio *leverage* dapat diartikan bahwa hanya sebagian kecil aktiva didanai dengan hutang dan semakin kecil risiko kegagalan perusahaan. Semakin rendahnya *leverage* maka semakin baik peringkat sukuk perusahaan tersebut. Jika perusahaan tidak efektif dalam mengelola dana yang dimiliki, maka risiko gagal bayar sukuk menjadi tinggi, sehingga akan menurunkan peringkat sukuk. Dengan kata lain, semakin tinggi nilai *leverage*, maka semakin rendah peringkat sukuk. *Leverage* yang tinggi dalam sebuah perusahaan menunjukkan bahwa tingginya *default risk* perusahaan, sehingga menurunkan peringkat sukuk. Hal tersebut membuktikan bahwa *leverage* dapat memberikan sinyal mengenai kondisi investasi sukuk pada perusahaan tersebut.

Penelitian dari Melinda dan Wardani (2018) yang mendapat hasil bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap peringkat sukuk dengan arah hubungan negatif. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis keempat pada penelitian ini adalah:

**H4: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap peringkat sukuk**

#### 2.4. Kerangka Konseptual Penelitian

Berdasarkan pada kajian teori dan hasil riset terdahulu, maka pada bagian ini akan dibahas mengenai bagaimana kerangka pemikiran teoritis yang melandasi penelitian ini. Maka penulis membuat kerangka pemikiran sebagai berikut:

**Tabel 2.3**  
**Kerangka Konseptual Penelitian**

