**LAPORAN HASIL PENELITIAN DASAR INTERDISIPLINER**

**TAHUN ANGGARAN 2020**

**PENILAIAN FAKTOR MAKRO EKONOMI, *YIELD TO MATURITY,* DAN *TIME TO MATURITY* TERHADAP *FAIR PRICE* *SUKUK* KORPORASI DI INDONESIA DAN MALAYSIA**

**PERIODE TAHUN 2014-2018**



**Tim Peneliti :**

Dr. Herni Ali HT.,SE.,MM

Dr. Muhammad Hartana Iswandi Putra, M.Si.

**PUSAT PENELITIAN DAN PENERBITAN (PUSLITPEN) LP2M**

**UIN SYARIF HIDAYATULLAH JAKARTA**

**2020**

**LEMBAR PENGESAHAN**

Laporan penelitian yang berjudul **“**Penilaian Faktor Makro Ekonomi, *Yield To Maturity,* Dan *Time To Maturity* Terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi Di Indonesia Dan Malaysia Periode Tahun 2014-2018**”,** merupakan laporan akhir pelaksanaan penelitian yang dilakukan oleh **“**Dr. Herni Ali HT.,SE.,MM beserta Dr. Muhammad Hartana Iswandi Putra, M.Si.**”,** dan telah memenuhi ketentuan dan kriteria penulisan laporan akhir penelitian sebagaimana yang ditetapkan oleh Pusat Penelitian dan Penerbitan (PUSLITPEN), LP2M UIN Syarif Hidayatullah Jakarta.

Jakarta, September 2020

Peneliti,

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Dr. Herni Ali HT. SE. MM** | | **NIDN: 422125902** | |
| **Dr. Muhammad Hartana Iswandi Putra, M.Si.** | | **NIP : 19680605 200801 1 023** | |
|  |  | |

Mengetahui:

|  |  |
| --- | --- |
| Kepala Pusat  Penelitian dan Penerbitan (PUSLITPEN) LP2M UIN Syarif Hidayatullah Jakarta | Ketua Lembaga  Penelitian dan Pengabdian kepada Masyarakat (LP2M)  UIN Syarif Hidayatullah Jakarta |
| **DR. IMAM SUBCHI, MA.**  NIP. 19670810 200003 1 001 | **JAJANG JAHRONI, MA., Ph.D**  NIP. 19670612 19940 3 1006 |

**PERNYATAAN BEBAS PLAGIASI**

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Dr. Herni Ali HT. SE. MM

Jabatan : Dosen

Unit Kerja : FEB, UIN Syarif Hidayatullah, Jakarta

Alamat : Jl. Ir. H. Djuanda No. 95, Ciputat, Indonesia

dengan ini menyatakan bahwa:

1. Judul penelitian **“**Penilaian Faktor Makro Ekonomi, *Yield To Maturity,* Dan *Time To Maturity* Terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi Di Indonesia Dan Malaysia Periode Tahun 2014-2018**”** merupakan karya orisinal saya.

2. Jika di kemudian hari ditemukan fakta bahwa judul, hasil atau bagian dari laporan penelitian saya merupakan karya orang lain dan/atau plagiasi, maka saya akan bertanggung jawab untuk mengembalikan 100% dana hibah penelitian yang telah saya terima, dan siap mendapatkan sanksi sesuai ketentuan yang berlaku serta bersedia untuk tidak mengajukan proposal penelitian kepada Puslitpen LP2M UIN Syarif Hidayatullah Jakarta selama 2 tahun berturut-turut.

Demikian pernyataan ini dibuat untuk digunakan sebagaimana mestinya.

Jakarta, September 2020

Yang Menyatakan,

Materai Rp. 6000

Dr. Herni Ali HT. SE. MM

# KATA PENGANTAR

Puji syukur kami panjatkan kehadirat Allah SWT yang telah memberikan rahmat serta karunia-Nya sehingga kami berhasil menyelesaikan laporan penelitian ini yang berjudul **“**Penilaian Faktor Makro Ekonomi, *Yield To Maturity,* Dan *Time To Maturity* Terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi Di Indonesia Dan Malaysia Periode Tahun 2014-2018**”.**

Laporan Penelitian ini merupakan hasil penelitian yang di biayai oleh PUSLITPEN, LP2M, UIN SYARIF HIDAYATULLAH, JAKARTA. Selesainya penyusunan laporan penelitian ini berkat bantuan dari berbagai pihak oleh karena itu, pada kesempatan ini kami sampaikan terima kasih dan penghargaan setinggi-tingginya kepada yang terhormat :

1. Bapak DR. IMAM SUBCHI, MA sebagai Kepala PUSLITPEN, UIN SYARIF HIDAYATULLAH, JAKARTA yang telah memberikan bimbingan, arahan dan masukan pada pembuatan laporan penelitian ini.
2. Bapak JAJANG JAHRONI, MA., Ph.D sebagai Kepala LP2M, UIN SYARIF HIDAYATULLAH, JAKARTA yang telah memberikan bimbingan, arahan dan masukan pada pembuatan laporan penelitian ini.

Kami menyadari bahwa laporan penelitian ini masih jauh dari sempurna. Maka kritik dan saran dari semua pihak yang bersifat membangun selalu kami harapkan demi kesempurnaan [laporan penelitian](http://aadesanjaya.blogspot.com/)  ini.

Akhirnya kami berharap semoga [laporan penelitian](http://aadesanjaya.blogspot.com/) ini dapat bermanfaat bagi semua pihak yang membutuhkan. Semoga Allah SWT senantiasa meridhai segala usaha kita. Amiin YRA.

Jakarta, September 2020

Penulis

# DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL .................................................................................................1

LEMBAR PENGESAHAN .......................................................................................2

PERNYATAAN BEBAS PLAGIASI ......................................................................3

KATA PENGANTAR ..............................................................................................4

[DAFTAR ISI 5](#_Toc51420575)

[BAB I 9](#_Toc51420576)

[PENDAHULUAN 9](#_Toc51420577)

[1.1. Latar Belakang 9](#_Toc51420578)

[1.2. Rumusan Masalah 16](#_Toc51420579)

[1.3. Tujuan Penelitian 16](#_Toc51420580)

[1.4. Manfaat Penelitian 16](#_Toc51420581)

[BAB II 18](#_Toc51420582)

[TINJAUAN PUSTAKA 18](#_Toc51420583)

[2.1. Landasan Teori 18](#_Toc51420584)

[2.1.1. Filosofi Ekonomi Islam 18](#_Toc51420585)

[2.1.2. Investasi dalam Pandangan Ekonomi Islam 19](#_Toc51420586)

[2.1.3.](#_Toc51420587) *[Sukuk](#_Toc51420587)* [(Obligasi Syariah) 20](#_Toc51420587)

[2.1.4. Perbandingan](#_Toc51420588) *[Sukuk](#_Toc51420588)* [Korporasi dan](#_Toc51420588) *[Sukuk](#_Toc51420588)* [Negara 22](#_Toc51420588)

[2.1.5. Lembaga Penilaian Harga Efek (LPHE) 25](#_Toc51420589)

[2.1.6. Bond Pricing Agency Malaysia (BPAM) 26](#_Toc51420590)

[2.1.7. Regulasi Pasar Modal Syariah Indonesia dan Malaysia 27](#_Toc51420591)

[2.1.1. Harga Pasar Wajar](#_Toc51420592) *[Sukuk](#_Toc51420592)* [30](#_Toc51420592)

[2.1.2. Faktor Yang Mempengaruhi](#_Toc51420593) *[Fair Price Sukuk](#_Toc51420593)* [31](#_Toc51420593)

[2.2. Penelitian Terdahulu 34](#_Toc51420594)

[2.3. Kerangka Pemikiran 67](#_Toc51420595)

[2.4. Hipotesis 68](#_Toc51420596)

[2.4.1. Pengaruh Faktor Makro Ekonomi (Tingkat Imbal Hasil SBIS/Sertifikat Bank Indonesia Syariah dan](#_Toc51420597) *[Islamic Interbank Rate](#_Toc51420597)* [Bank Negara Malaysia) terhadap](#_Toc51420597) *[Fair Price](#_Toc51420597)**[Sukuk](#_Toc51420597)* [Korporasi di Indonesia dan Malaysia 68](#_Toc51420597)

[2.4.2. Pengaruh Faktor Makro Ekonomi (Kurs Rupiah dan Kurs Ringgit Malaysia atas Dolar Amerika Serikat) terhadap](#_Toc51420598) *[Fair Price](#_Toc51420598)**[Sukuk](#_Toc51420598)* [Korporasi di Indonesia dan Malaysia 69](#_Toc51420598)

[2.4.3. Pengaruh](#_Toc51420599) *[Yield to Maturity](#_Toc51420599)* [terhadap](#_Toc51420599) *[Fair Price Sukuk](#_Toc51420599)* [Korporasi di Indonesia dan Malaysia. 69](#_Toc51420599)

[2.4.4. Pengaruh](#_Toc51420600) *[Time to Maturity](#_Toc51420600)* [terhadap](#_Toc51420600) *[Fair Price](#_Toc51420600)**[Sukuk](#_Toc51420600)* [Korporasi di Indonesia dan Malaysia. 70](#_Toc51420600)

[2.4.5. Pengaruh](#_Toc51420601) *[Kondisi Individual Efek](#_Toc51420601)* [terhadap](#_Toc51420601) *[Fair Price](#_Toc51420601)**[Sukuk](#_Toc51420601)* [Korporasi di Indonesia dan Malaysia. 70](#_Toc51420601)

[Untuk mengetahui perbedaan nilai](#_Toc51420602) *[Fair Price](#_Toc51420602)**[Sukuk](#_Toc51420602)* [Korporasi di Indonesia dan Malaysia, pada beberapa kondisi (model) yang berbeda pada penelitian ini adalah dengan melihat nilai individual efek pada beberapa model yang akan digunakan pada penelitian ini. Adapun hipotesis yang disampaikan adalah sebagai berikut: 70](#_Toc51420602)

[BAB III 71](#_Toc51420603)

[METODE PENELITIAN 71](#_Toc51420604)

[3.1 Ruang Lingkup Penelitian 71](#_Toc51420605)

[3.2 Obyek Penelitian 71](#_Toc51420606)

[3.3 Metode Pengumpulan Data 74](#_Toc51420607)

[3.4 Teknik Analisis Data 75](#_Toc51420608)

[3.4.1 Statistika Deskriptif 75](#_Toc51420609)

[3.4.2 Analisis Model Regresi Panel Dengan Metode GLS 75](#_Toc51420610)

[3.4.3 Uji Pemilihan Model Data Panel Metode GLS 77](#_Toc51420611)

[3.4.4 Pengujian Hipotesis 78](#_Toc51420612)

[3.4.5 Operasional Variabel Penelitian 80](#_Toc51420613)

[HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN 83](#_Toc51420614)

[4.1 Gambaran Umum Penerbit dan](#_Toc51420615) *[Sukuk](#_Toc51420615)* [Korporasi Indonesia 83](#_Toc51420615)

[4.1.1 PT Indosat Tbk 83](#_Toc51420616)

[4.1.2 PT PLN (Perusahaan Listrik Negara) (Persero) Tbk 83](#_Toc51420617)

[4.1.3 PT. Summarecon Agung Tbk 84](#_Toc51420618)

[4.2 Gambaran Umum Penerbit dan](#_Toc51420619) *[Sukuk](#_Toc51420619)* [Korporasi Malaysia 84](#_Toc51420619)

[4.2.1 Besraya Sdn Bhd 84](#_Toc51420620)

[4.2.2 Encorp Systembilt Sdn Bhd 85](#_Toc51420621)

[4.2.3 SBPC 85](#_Toc51420622)

[4.2.4 TNB Northern Benergy Berhad 85](#_Toc51420623)

[4.3 Analisis Statistik Deskriptif 85](#_Toc51420624)

[4.3.1](#_Toc51420625) *[Fair Price Sukuk](#_Toc51420625)* [Korporasi 86](#_Toc51420625)

[4.3.2 Tingkat Imbal Hasil SBIS 88](#_Toc51420626)

[4.3.3](#_Toc51420627) *[Islamic Interbank Rate](#_Toc51420627)* [88](#_Toc51420627)

[4.3.4 Kurs Rupiah, Ringgit terhadap Dollar USD 89](#_Toc51420628)

[4.3.5](#_Toc51420629) *[Yield to maturity Sukuk](#_Toc51420629)* [Korporasi 91](#_Toc51420629)

[4.3.6](#_Toc51420630) *[Time to maturity Sukuk](#_Toc51420630)* [Korporasi 92](#_Toc51420630)

[4.4 Analisis Regresi Data Panel Metode GLS 93](#_Toc51420631)

[4.4.1.1. Model 1 (SBIS di Indonesia dan](#_Toc51420632) *[Islamic Interbank Rate](#_Toc51420632)* [di Malaysia) 93](#_Toc51420632)

[a.](#_Toc51420633) *[Common Effect Model](#_Toc51420633)* [(CEM) Metode GLS 93](#_Toc51420633)

[b.](#_Toc51420634) *[Fixed Effect Model](#_Toc51420634)* [(FEM) Metode GLS 94](#_Toc51420634)

[c. Uji Chow 95](#_Toc51420635)

[4.4.1.2. Model 2 (Kurs Rupiah, Ringgit terhadap Dollar Amerika Serikat) 96](#_Toc51420636)

[a.](#_Toc51420637) *[Common Effect Model](#_Toc51420637)* [(CEM) Metode GLS 96](#_Toc51420637)

[c. Uji Chow 97](#_Toc51420638)

[4.4.1.3. Model 3 (](#_Toc51420639)*[Yield To Maturity](#_Toc51420639)*[) 98](#_Toc51420639)

[a.](#_Toc51420640) *[Common Effect Model](#_Toc51420640)* [(CEM) Metode GLS 98](#_Toc51420640)

[c. Uji Chow 99](#_Toc51420641)

[4.4.1.4. Model 4 (](#_Toc51420642)*[Time To Maturity](#_Toc51420642)*[) 100](#_Toc51420642)

[a.](#_Toc51420643) *[Common Effect Model](#_Toc51420643)* [(CEM) Metode GLS 100](#_Toc51420643)

[c. Uji Chow 101](#_Toc51420644)

[4.4.2. Analisis Ekonomi 102](#_Toc51420645)

[KESIMPULAN DAN SARAN 105](#_Toc51420646)

[5.1 Kesimpulan 105](#_Toc51420647)

[5.2. Saran 105](#_Toc51420649)

[DAFTAR PUSTAKA 107](#_Toc51420650)

# BAB I

# PENDAHULUAN

## Latar Belakang

Indonesia merupakan negara dengan jumlah penduduk muslim terbesar di dunia yang mencapai 87,18 persen dari total populasi Indonesia sehingga memiliki potensi yang besar dalam ekonomi syariah. *State of the Global Islamic Economy Report* 2018 - 2019 menunjukkan Indonesia berada di urutan ke-10 negara terbesar dalam ekonomi syariah global. Peringkat Indonesia di bawah Malaysia, Uni Emirat Arab, Bahrain, Arab Saudi, Oman, Yordania, Qatar, Pakistan, dan Kuwait. Penentuan peringkat ini didasarkan pada salah satunya dari aset keuangan syariah.

Pasar modal syariah merupakan bagian dari Industri Pasar Modal Indonesia. Pasar Modal mempunyai peran yang strategis dalam pembangunan nasional sebagai salah satu sumber pembiayaan bagi dunia usaha dan wahana investasi bagi masyarakat. Beberapa karakteristik khusus pasar modal syariah yaitu produk dan mekanisme transaksi tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah di pasar dimana produk dan mekanisme transaksi tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah yaitu terhindar dari *Maysir, Gharar, dan Riba* sebagaimana tercantum dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 15/POJK.04/2015 tentang Penerapan Prinsip Syariah Di Pasar Modal.

Produk syariah di pasar modal antara lain berupa surat berharga atau efek. 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 maupun cara penerbitannya memenuhi Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal. Salah satu produk Pasar Modal Syariah adalah *Sukuk* / Obligasi Syariah yang terdiri dari dari *sukuk* negara dan *sukuk* korporasi. Di beberapa negara, *sukuk* telah menjadi instrumen pembiayaan anggaran negara maupun perusahaan. Keberadaan *sukuk* korporasi diharapkan mampu mendorong pertumbuhan perekonomian nasional melalui peranannya sebagai instrument investasi dalam hal pembiayaan modal bagi keberlanjutan usaha dari perusahaan. *Sukuk* korporasi menjadi upaya penyediaan dana untuk memenuhi kebutuhan pihak-pihak yang merupakan *deficit* unit, dalam hal ini adalah emiten *sukuk*. Pendanaan ini merupakan salah satu produk *taawun* (tolong-menolong) dari investor sebagai *shahibul* *maal* kepada emiten sukuk.

Pada saat ini, beberapa negara telah menjadi *reguler issuer* dari *sukuk*, Malaysia, Bahrain, Brunei Darussalam, Uni Emirate Arab, Qatar, pakistan, dan State of Saxony Anhalt-Jerman.

|  |  |
| --- | --- |
| Grafik 1.1 Penerbitan *Sukuk* di Dunia  per tahun 2014-2018 | Grafik 1.2 *Outstanding Sukuk* di Dunia per tahun 2014-2018 |
|  |  |
| Sumber : *Malaysia International Islamic Financial Centre* (MIFC) | |

Kedua grafik diatas menunjukkan penerbitan serta *outstanding* *sukuk* di dunia dari tahun ke tahun. Akumulasi penerbitan *Sukuk* dari tahun 2014 ke tahun 2015 mengalami penurunan sebesar 52.7 Milyar USD, namun tren naik sampai dengan tahun 2018 menjadi 112.4 Milyar USD. Sedangkan *outstanding* sukuk di dunia tren selalu naik dari tahun 2014 sampai dengan tahun 2018 dengan posisi 434.5 Milyar USD.

|  |  |
| --- | --- |
| Grafik 1.3 *Outstanding Sukuk* berdasarkan Negara per tahun 2014-2018 | Grafik 1.4 *Outstanding* Sukuk berdasarkan Penerbit per tahun 2014-2018 |
|  |  |
| Sumber : *Malaysia International Islamic Financial Centre* (MIFC) | |

Grafik 1.3 menunjukkan negara yang memiliki *outstanding sukuk* terbesar yaitu Malaysia sebesar 50.4% dari jumlah *outstanding sukuk* di dunia, sedangkan Indonesia menempati urutan ke empat di dunia dengan nilai 7.5%. Dari grafik 1.4 untuk jenis *sukuk* berdasarkan penerbitnyasecara global yang menempati porsi tertinggi merupakan *sukuk* dengan jenis *sukuk* korporasi yaitu sebesar 48% dari seluruh jenis *sukuk* di dunia.

Keberadaan *sukuk* korporasi diharapkan mampu mendorong pertumbuhan perekonomian nasional sebagai upaya penyediaan dana untuk memenuhi kebutuhan pihak-pihak yang merupakan *deficit* unit, dalam hal ini adalah emiten *sukuk*. Pendanaan ini sebagai produk *taawun* dari investor sebagai *shahibul* *maal* kepada emiten sukuk. Berikut pemaparan data statistik *Sukuk* Korporasi periode tahun 2014-2018 :

|  |
| --- |
| Grafik 1.5 Perkembangan Penerbitan dan *Outstanding*  *Sukuk* Korporasi di Indonesia Per Tahun 2014-2018 |
|  |
| *Sumber : Statistik Sukuk – Desember 2018, [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id)* |

Grafik 1.5 menunjukkan akumulasi jumlah penerbitan *Sukuk* tiap tahun mengalami peningkatan yaitu sampai dengan tahun 2018 mencapai 177 *sukuk* yang diterbitkan oleh emiten. Serta nilai akumulasi penerbitan sampai dengan tahun 2018 mencapai nilai Rp 36.545,40 dalam milyar begitupun dengan nilai dan jumlah *outstanding* dari *sukuk* yang ada di Pasar Modal Syariah Indonesia.Beberapa data tersebut telah menunjukkan prediksi bahwa setiap tahunnya *Sukuk* selalu mengalami peningkatan. Sementara itu untuk negara Malaysia sebagai negara dengan jumlah *sukuk* tertinggi secara global, berdasarkan data Bank Negara Malaysia, per tahun 2018 Malaysia telah melakukan penerbitan *sukuk* korporasi senilai 72.68 Milyar Ringgit Malaysia, sedangkan *outstanding* dari *sukuk* korporasi senilai 497.21 Milyar Ringgit Malaysia.

Tabel 1.1

Jumlah Total Nilai dan Emisi *Sukuk* dan *Sukuk Outstanding*

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Tahun | Akumulasi Penerbitan *Sukuk* | | *Sukuk* *Outstanding* | |
| Total Nilai (Rp miliar) | Total Jumlah | Total Nilai (Rp miliar) | Total Jumlah |
| 2014 | 12.872 | 71 | 7.114 | 35 |
| 2015 | 16.228 | 87 | 9.902 | 47 |
| 2016 | 20.475 | 102 | 11.878 | 53 |
| 2017 | 26.394 | 137 | 15.740 | 79 |
| 2018 | 36.545 | 177 | 22.023 | 104 |

*Sumber : Statistik Sukuk Tahun 2014-2018, [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id)*

Untuk jumlah nilai emisi menunjukkan kenaikan yang signifikan, untuk 3 tahun terakhir yaitu tahun 2016 sebesar 20.475 miliar, tahun 2017 sebesar 26.394 miliar dan tahun 2018 sebesar 36.545 miliar. Seiring dengan peningkatan penerbitan dan nilai emisi, untuk *Sukuk Outstanding* pun menunjukkan adanya kenaikan 3 tahun terakhir yaitu tahun 2016 sebanyak 53 *sukuk* dengan *outstanding* sebesar 11.878 miliar, tahun 2017 sebanyak 79 *sukuk* dengan *outstanding* sebesar 15.740 miliar, dan untuk tahun 2018 sebanyak 104 *sukuk* dengan *outstanding* sebesar 22.023 miliar.

Dalam mendukung perkembangan *sukuk*, diterbitkan beberapa regulasi oleh pemerintah dalam hal valuasi berdasarkan harga pasar wajar atau dikenal dengan *mark to market* guna mendorong terciptanya kondisi pasar yang objektif, adil, dan transparan ([www.ibpa.co.id](http://www.ibpa.co.id)) melalui Lembaga Penilaian Harga Efek yaitu PT Penilai Harga Efek Indonesia / IBPA (Indonesia *Bond Pricing Agency*) sesuai dengan Peraturan Nomor V.C.3 tentang Lembaga Penilaian Harga Efek, Lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-329/BL/2007 tanggal 19 September 2007. Begitupun dengan Malaysia memiliki lembaga yang serupa yaitu *Bond Pricing Agency Malaysia* (BPAM) dimana memiliki peranan penting pada Pasar Keuangan Malaysia dengan berfokus pada kegiatan utama yaitu- mengevaluasi harga obligasi dan *sukuk.*

Saat ini terdapat beberapa regulasi yang berhubungan dengan penetapan penggunaan Harga Pasar Wajar dari *Sukuk*  untuk transaksi maupun pelaporan Lembaga Keuangan dalam ruang lingkup Pasar Modal Konvensional serta Pasar Modal Syariah di Indonesia yang harus dipatuhi oleh Lembaga Keuangan seperti Asuransi, Reasuransi, Dana Pensiun, Yayasan Kesejahteraan serta produk investasi yang dikelola oleh Manajer Investasi diantaranya yaitu Reksadana. Informasi harga pasar wajar dapat diperoleh dari IBPA untuk pasar modal Indonesia dan BPAM untuk Malaysia yang dikenal juga dengan istilah *Fair Price. Fair Price Sukuk* dijadikan sebagai acuan dalam penilaian harga pasar wajar/*mark to market* serta penyajian Laporan Keuangan bagi Lembaga Keuangan sebagaimana tercantum dalam masing-masing regulasi.

IBPA menilai banyak masyarakat Indonesia atau pelaku obligasi di pasar sekunder, khususnya ritel belum memahami harga pasar obligasi. Dengan ketidakjelasan harga ini banyak para pihak yang tidak bertanggung jawab dan memanfaatkan kondisi tersebut dengan menetapkan harga obligasi di atas harga pasar. Dikutip dari https://investasi.kontan.co.id/ menurut Direktur IBPA Wahyu Trenggono dengan kondisi tersebut membuat banyak pihak kurang berminat masuk ke pasar obligasi dan lebih memilih deposito. Sementara itu bila dilihat secara *yield,* obligasi lebih menarik dibandingkan dengan deposito. Harga pasar merupakan harga pada pasar riil dan merupakan harga yang paling mudah ditentukan karena merupakan harga dari suatu surat berharga pada pasar yang sedang berlangsung atau jika pasar sudah tutup, maka harga pasar adalah harga penutupannya (*closing price*).

Penerapan harga pasar wajar dapat berpengaruh positif salah satunya terhadap produk reksadana seperti dikutip dari <https://investasi.kontan.co.id/> bahwa melalui peraturan tersebut aturan tersebut mempermudah manajer investasi (MI) untuk menghitung ulang harga obligasi sesuai dengan nilai pasar. Dimana sebelumnya, nilai pasar wajar obligasi korporasi menggunakan harga rata-rata tertimbang dari harga kejadian transaksi yang ada karena volume transaksi tidak sebesar obligasi pemerintah, harga obligasi korporasi sering kali tidak mencerminkan harga pasar. Salah satu kutipan dari <https://www.bareksa.com> mengenai kinerja Reksadana dengan headline Top 5 Reksadana Syariah Untung Hingga 79,9 Persen dalam 3 Tahun terakhir, posisi pada bulan Oktober 2018. Produk reksadana pendapatan tetap yang menempati posisi ketiga return tertinggi yaitu dikelola oleh PT MNC Asset Management yang bernama MNC Dana Syariah. Berdasarkan fund fact sheet per September 2018, portofolio investasi produk reksadana pendapatan tetap syariah ini ialah *Sukuk* *Ijarah* Berkelanjutan I Timah Tahap I Tahun 2017 Seri A, *Sukuk* *Ijarah* Berkelanjutan I Timah Tahap I Tahun 2017 Seri B, *Sukuk* *Mudarabah* Berkelanjutan II Adira Finance Tahap II Tahun 2016 Seri C, *Sukuk Mudarabah* Berkelanjutan I Bank Maybank Indonesia Tahap II Tahun 2016, dan *Sukuk Mudarabah* Berkelanjutan II Bank Maybank Indonesia Tahap I Tahun 2017. Ini menunjukkan bahwa melalui portfofolio dengan instrument *Sukuk* serta dengan adanya penetapan harga pasar wajar dapat memberikan imbal hasil yang menguntungkan bagi investor.

Harga *Sukuk* dinyatakan dalam presentase (%) dari nilai nominal. Terdapat 3 harga pasar dari *Sukuk* yang ditawarkan yaitu *at par*  (100%), premium dan diskon. Nilai nominal (*face value*) adalah nilai pokok dari suatu *Sukuk* yang akan diterima oleh pemegang *Sukuk* pada saat jatuh tempo. IBPA melakukan perhitungan dan penetapan harga pasar wajar untuk obligasi dan *sukuk*  yang diterbitkan oleh Pemerintah dan korporasi di Indonesia. Informasi harga pasar wajar tersebut saat ini dapat diunduh dari Web IBPA dengan istilah *Fair Price. Fair Price Sukuk* dijadikan sebagai acuan dalam penilaian harga pasar wajar/*mark to market* serta penyajian Laporan Keuangan bagi Lembaga Keuangan sebagaimana tercantum dalam masing-masing regulasi.

Menurut Rahardjo (2004: 16), pembentukan harga sebuah obligasi ditentukan oleh berbagai faktor yaitu Tingkat Kupon, Rating Emiten, Nilai Obligasi, Periode Jatuh Tempo, Likuiditas Obligasi, Tipe Obligasi dan faktor eksternal penerbit seperti inflasi, suku bunga, IHSG dan kurs. Faktor-faktor tersebut bisa menjadi faktor determinan yang berpengaruh terhadap sebuah harga *sukuk*. Penelitian ini akan menganalisa faktor karakteristik dari *sukuk* serta faktor eksternal yang diinterpretasikan dalam bentuk variabel makroekonomi berupa Kurs Rp terhadap USD $, Kurs RM terhadap USD $, imbal hasil SBIS (Sertifikat Bank Indonesia Syariah), *Islamic Interbank Rates* BNM, *capital structure* dari emiten *sukuk* korporasi, imbal hasil *sukuk* berupa *yield to maturity,* dan maturitasnya yaitu *time to maturity.* Sehingga dapat menghasilkan penelitian yang lebih komprehensif yang dapat membandingkan diantara Indonesia dan Malaysia apakah faktor tersebut diatas mempengaruhi *fair price* dari *sukuk* korporasi.

|  |
| --- |
| Grafik 1.6 Rata-rata Harga Pasar Wajar *Sukuk* Korporasi  per Triwulan dari Tahun 2014-2018 |
|  |
| *Sumber : Data diolah dari www.ibpa.co.id* |

Dapat dilihat pada pada grafik 1.6 terlihat kenaikan dan penurunan harga pasar wajar dari *Sukuk* Korporasi. Kondisi ini dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor, dimana menurut Brigham (2006:359) apabila tingkat suku bunga yang beredar di pasar mengalami penurunan, maka harga obligasi akan mengalami peningkatan sedangkan untuk nilai tukar uang bila pasar valuta asing lebih menarik daripada pasar modal maka investor akan beralih kepada pasar valuta asing, sehingga perubahan nilai tukar akan berpengaruh terhadap harga pasar obligasi di pasar modal. Yaitu jika kurs rupiah terhadap USD turun, maka investasi obligasi meningkat (Sukanto, 2013). Untuk optimalisasi struktur modal dari emiten *sukuk* korporasi dapat direfleksikan dengan rasio keuangan berupa Rasio Utang terhadap Ekuitas (Debt-to-Equity Ratio) dimana menurut Van Horne (2005:192), semakin besar DER akan semakin tinggi pula risiko kegagalan yang dihadapi perusahaan sehingga ini dapat menurunkan harga sekuritas perusahaan baik saham maupun obligasi

Tandelilin (2010:103) menyatakan bahwa tingkat bunga yang tinggi akan menyebabkan *return* yang diisyaratkan dari suatu investasi akan meningkat. Hubungan antara tingkat suku bunga SBI dengan harga obligasi adalah negatif dan hubungan antara harga obligasi dengan *Yield To Maturity* adalah juga negatif. Untuk faktor determinan imbal hasil berupa *coupon rate* yaitu imbal hasil yang dibayarkan secara periodik oleh penerbit *sukuk*  kepada pemegangnya (Tandelilin, 2010:245) dimana nilai kupon yang tinggi akan menarik minat investor. Jika terjadi kenaikan tingkat bunga pasar, maka obligasi yang memiliki kupon lebih rendah akan mengalami penurunan harga yang lebih besar dibandingkan dengan harga obligasi yang memiliki kupon lebih tinggi (Tandelilin, 2010:279).

Dari sisi maturitas yang menggunakan indikator berupa *time to maturity/*waktu jatuh tempo, semakin lama waktu jatuh tempo suatu obligasi, semakin besar perubahan harganya sebagai respon terhadap adanya perubahan tertentu pada tingkat suku bunga (Brigham, 2006: 385). Jangka waktu jatuh tempo pada *Sukuk* (Obligasi Syariah) dapat mempengaruhi perubahan persepsi para investor dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi dipasar *Sukuk* (Obligasi Syariah).

Dari beberapa regulasi yang mengikat mengenai penilaian harga pasar wajar yang berkaitan dengan investasi pada *Sukuk,* dapat dilihat bahwa harga pasar wajar ini menjadi salah satu faktor penting untuk diterapkan dalam industri keuangan khususnya dalam ruang lingkup pasar modal syariah seperti lembaga keuangan non bank, baik itu jenis lembaga dana pensiun, asuransi, reasuransi, serta produk investasi seperti reksadana. Dari pembahasan beberapa variabel diatas dapat diketahui beberapa faktor yang memiliki pengaruh terhadap penilaian harga pasar wajar *Sukuk.* Melihat perkembangan *Sukuk* yang meningkat setiap tahunnya maka diperlukan penelitian yang komprehensif sehingga penelitian ini dapat menambah literature akademik serta menjadi referensi dalam menunjang pengambilan keputusan untuk melakukan investasi di dalam Pasar Modal Syariah di Indonesia. Berdasarkan beberapa uraian tersebut mendorong penyusun untuk melakukan penelitian dengan judul **“Penilaian Faktor-faktor Makro Ekonomi, *Yield to Maturity,* dan *Time To Maturity* Terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia Periode Tahun 2014-2018”.**

## Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh secara parsial faktor Makro Ekonomi (Tingkat Imbal Hasil SBIS dan *Islamic Interbank Rate* Bank Negara Malaysia); terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia?
2. Bagaimana pengaruh secara parsial faktor Makro Ekonomi (Kurs Rupiah dan Ringgit Malaysia terhadap Dollar USD); terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia?
3. Bagaimana pengaruh secara parsial *Yield to Maturity* terhadap *Fair Price Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia?
4. Bagaimana pengaruh secara parsial *Time to Maturity* terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia?
5. Bagaimana pengaruh kondisi individual efek terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia?

## Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah diuraikan di atas, maka tujuan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui pengaruh secara parsial faktor Makro Ekonomi (Tingkat Imbal Hasil SBIS dan *Islamic Interbank Rate* Bank Negara Malaysia); terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia?
2. Untuk mengetahui pengaruh secara parsial faktor Makro Ekonomi (Kurs Rupiah dan Ringgit Malaysia terhadap Dollar USD); terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia?
3. Untuk mengetahui pengaruh secara parsial *Yield to Maturity* terhadap *Fair Price Sukuk* Korporasi di Indonesia dan malaysia;
4. Untuk mengetahui pengaruh secara parsial *Time to Maturity* terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan malaysia;
5. Untuk mengetahui pengaruh kondisi individual efek terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia?

## Manfaat Penelitian

Dilihat dari aspek manfaat hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat serta kontribusi sebagai berikut:

1. Bagi Para pengambil kebijakan pasar modal syariah, diharapkan hasil penelitian ini dapat dijadikan masukan guna pengambilan kebijakan pada sektor pasar modal syariah;
2. Bagi para peneliti pada sektor pasar modal syariah, diharapkan hasil penelitian ini dapat dijadikan masukan;
3. Bagi masyarakat khususnya investor, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan sumbangsih berupa informasi sebagai bahan pertimbangan bagi investor maupun calon investor yang ingin berinvestasi di Pasar Modal Syariah khususnya pada instrument *Sukuk.*

# BAB II

# TINJAUAN PUSTAKA

## Landasan Teori

## Filosofi Ekonomi Islam

Asal kata *ekonomi* dari bahasa Yunani yang terdiri dari 2 kata yaitu *oikos* yang berarti keluarga, rumah tangga dan *nomos* yang berarti peraturan, hukum. Kemudian bila digabung maknanya menjadi aturan rumah tangga. Adapun kata Islam berasal dari bahasa Arab yang terdiri dari 3 akar kata yaitu *sin* yang berarti *alam, lam* yang berarti Allah, dan *mim* yang berarti ibadah, bila digabung menjadi *sinlammim* bermakna alam dicipta Allah untuk ibadah. Hal ini dilandaskan pada QS Adz-Dzariat [51]: 56 yang artinya: “*Dan tidak Aku ciptakan jin dan manusia kecuali untuk beribadah kepada-Ku*”. Salah satu pengertian *Islam* Al-Quran, yaitu: QS. Ali Imran [3]: 19 yang artinya: “*Sesungguhnya Din di sisi Allah adalah Islam*.”

Di dalam filosofi Ekonomi Islam terkandung 3 (tiga) hal yaitu Ontologi Ekonomi Islam, Epistemologi Ekonomi Islam, dan Aksologi Ekonomi Islam (Aziz, 2013:10). Islam dalam Ekonomi Islam merupakan konsep besar sebagai suatu sistem yang menyeluruh. Kemudian Islam yang menyeluruh inilah yang menjadi epistemology dari keilmuan Ekonomi Islam yang sedang berkembang yaitu *kaffah*. *Kaffah Thinking* adalah berfikir holistik dengan metode Islam berupa akar kata dari Islam yaitu *sinlamim* (Aziz, 2012:142). Berfikir *kaffah* bermakna bahwa sebuah sistem yang menyeluruh pastilah bernilai Islam, sehingga sebuah sistem yang *kaffah* akan terdiri dari tiga bagian utama, yaitu Tuhan, Alam dan Ibadah atau sub sistem yang utuh (Aziz, 2016:107) haruslah terdiri dari tiga (3) hal yaitu :

* + 1. *God* (Tuhan)

Merupakan pencipta alam semesta yang memiliki kekuasaan tertinggi hanya milik Allah *subhanahu wa ta’ala*. .

* + 1. *Human* (manusia)

Manusia sebagai *khalifah*, hak manusia terbatas pada hak pemanfaatan dan pengurusan sesuai dengan ketentuan yang telah digariskan Allah *subhanahu wata’alaa.*

* + 1. *Pray* (Ibadah)

Ibadah yang akan dikembalikan lagi kepada Allah *subhanahu wata’alaa* yang telah memberikan kemaslahatan atau manfaat kepada manusia.

Formulasi dari ketiga elemen dasar filosofis Islam di atas sinkron dengan pendekatan yang menghasilkan Teori H yang merupakan penjabaran dari kata dasar Islam itu sendiri (Aziz, 2016:107) yaitu teori mengenai betapa pentingnya suatu aktivitas perekonomian dengan memasukan unsur ibadah didalamnya, agar segala kegiatan yang dilakukan dapat berjalan seimbang antara *hablum minallah* dan *hablum minannaas* melalui pendekatan secara *Kaffah,* sehingga tujuan dari investasi semata-mata untuk meraih falah dan ridha Allah SWT.

Formulasi dari ketiga elemen dasar filosofis Islam di atas sinkron dengan pendekatan yang menghasilkan Teori H yang merupakan penjabaran dari kata dasar Islam itu sendiri (Aziz, 2016:107) yaitu teori mengenai betapa pentingnya suatu aktivitas perekonomian dengan memasukan unsur ibadah didalamnya, agar segala kegiatan yang dilakukan dapat berjalan seimbang antara *hablum minallah* dan *hablum minannaas* melalui pendekatan secara *Kaffah.* Dalam teori H yang dipersepsikan dengan Metodologi IER (Internal Eksternal Religiusitas) yaitu terdiri dari :

* + 1. Faktor Internal

Faktor internal yang digunakan yaitu berasal dari karakteristik dari *sukuk* korporasi yang terdiri dari *coupon rate, yield to maturity, time to maturity* dan *rating*. Dimana hasil investasi bagi investor yang berupa bagi hasil/*fee/margin* dikelola secara prinsip syariah serta penerapan nilai-nilai Islami dibawah pengawasan Dewan Pengawas Syariah.

* + 1. Faktor Eksternal

Faktor eksternal yang merupakan faktor-faktor yang berasal dari luar karakteristik *sukuk* korporasi yaitu menggunakan indikator dari inflasi, tingkat imbal hasil SBIS, tingkat bagi hasil Deposito Mudharabah, serta Kurs Rupiah terhadap Dollar.

* + 1. Faktor Religiusitas

Masyarakat dan investor perlu memperhatikan faktor religiusitas dalam kegiatan investasi khususnya pada Pasar Modal, dimana efek yang diperjualbelikan merupakan efek syariah yang diatur secara prinsip syariah yang terhindar dari larangan seperti *maysir, gharar* dan *riba*, serta istiqomah dalam kewajiban zakat atas hasil investasi maupun dalam bentuk sedekah . Sedangkan dari emiten/perusahaan penerbit wajib mengikuti aturan penerbitan yaitu adanya keputusan Dewan Pengawas Syariah dan Tim Ahli Syariah. Sumber pendapatan yang menjadi dasar penghitungan pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa sesuai dengan karakteristik Akad Syariah. Emiten wajib mengelola dana hasil penerbitan dengan penuh tanggung jawab dan sesuai prinsip syariah serta meningkatkan nilai ibadah dengan menjaga bisnis perusahaan tetap berada koridor yang sesuai nilai islami serta adanya dana kebajikan dari perusahaan dalam bentuk sedekah, zakat, wakaf ataupun melalui program*Corporate Social Responsibility* (CSR). Sehingga baik investor maupun emiten akan meraih *falah* dalam sistem yang *kaffah* dan mendapat keberkahan dari Allah SWT.

## Investasi dalam Pandangan Ekonomi Islam

Investasi dalam Islam adalah bagian dari muamalah maliyah*,* sehingga kegiatannya mengandung pahala dan bernilai ibadah bila diniatkan dan dilaksanakan sesuai dengan prinsip syariah sebagaimana firman Allah SWT dalam QS Al-Hasyr ayat 18 yang artinya : “*Wahai orang-orang yang beriman, bertaqwalah kepada Allah dan hendaklah setiap orang memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat), dan bertaqwalah kepada Allah. Sesungguhnya Allah Maha Mengetahui apa yang kamu kerjakan*”

Dorongan Islam untuk kegiatan investasi dapat dipahami dari larangan Al-quran terhadap aktivitas  penimbunan (*iktinaz*) uang dan  harta yang dimiliki tercantum pada QS. at-Taubah:35, yang artinya : *“(Ingatlah) pada hari ketika emas dan perak dipanaskan dalam neraka Jahannam, lalu dengan itu diseterika dahi, lambung dan punggung mereka (seraya dikatakan) kepada mereka, “Inilah harta bendamu yang kamu simpan untuk dirimu sendiri, maka rasakanlah (akibat dari) apa yang kamu simpan itu”.* Rasulullah sendiri tidak setuju membiarkan sumber daya modal tidak produktif dengan mengatakan : ”*Berikanlah kesempatan kepada mereka yang memiliki tanah untuk memanfaatkannya, dengan caranya sendiri dan jika tidak dilakukannya, hendaklah diberikan pula orang lain agar memanfaatkannya*” (HR Muslim).

Investor dapat merencanakan sebuah investasi, namun investor tidak bisa memastikan apa yang akan didapatkan dari hasil investasi tersebut. Karena setiap usaha atau investasi selalu menyangkut ketidakpastian tentang *risk-and-return*. Memperkirakan semuanya berjalan lancar dan pasti tentu melawan sunnatullah. Hal ini merupakan ketentuan Allah seperti yang disampaikan kepada Rasulullah dalam Q.S. Luqman ayat 34 : ”…*dan tidak seorangpun yang dapat mengetahui dengan pasti apa-apa yang diusahakannya esok*.”

Dalam Islam setiap transaksi atau investasi yang mengharapkan hasil harus bersedia menanggung risiko. A`isyah Radiallahu’anha meriwayatkan bahwa Rasulullah Shallallahu ‘alaihi wasallam telah bersabda : *al kharāj bi al dhamān*. “*Hak memperoleh keuntungan (pendapatan/manfaat) adalah imbangan dari liabilitas (kesediaan menanggung kerugian)*.” HR. Abu Dawud. Selain itu Dalam al-qawaid al fiqhiyyah berbunyi : *Al-Ghurmu bi al-ghunmi*. “*Kesediaan menanggung kerugian di imbangi dengan hak mendapatkan keuntungan*”. Ini sebagai prinsip umum Ekonomi Syariah yang adil. Dimana tujuan yang baik, tidak kemudian menghalalkan segala cara dalam rangka mencapainya (*al ghoyatu la tubarriru al washilah*), tapi juga memastikan aman secara syariah (*halalan thayiban*) dan penuh maslahah.

## *Sukuk* (Obligasi Syariah)

*Sukuk* adalah istilah yang berasal dari bahasa Arab dan merupakan bentuk jamak dari kata Sakk’ yang berarti dokumen atau sertifikat, namun sejumlah penulis barat tentang sejarah perdagangan Islam / Arab abad pertengahan memberikan kesimpulan bahwa kata Sakk merupakan kata dari suara Latin “cheque” atau “check” yang biasanya digunakan pada perbankan kontemporer.

Berdasarkan Peraturan Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, definisi *Sukuk* adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau terbagi atas kepemilikan aset berwujud tertentu, nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu, atau kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

Sedangkan menurut fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) MUI Nomor 32/DSNMUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah yang dimaksud dengan *Sukuk* (Obligasi Syariah) adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang *Sukuk* serta wajib membayarkan pendapatan berupa bagi hasil*/margin/fee*, serta membayar kembali dana *Sukuk*  (Obligasi Syariah) pada saat jatuh tempo.

Mengacu pada standar syariah *The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (*AAOIFI*) terdapat beberapa jenis akad yang dapat digunakan dalam penerbitan *sukuk*, antara lain sebagai berikut :

* + 1. *Sukuk Ijarah*; *Ijarah* adalah akad pemindahan hak guna atas barang dan jasa, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan barang atas jasa. *Sukuk ijarah* diterbitkan berdasarkan akad ijarah, diklasifikasikan menjadi *sukuk* kepemilikan asset berwujud yang disewakan, *sukuk* kepemilikan manfaat, *sukuk* kepemilikan jasa. *Sukuk* kepemilikan asset berwujud yang disewakan, diterbitkan oleh pemilik asset yang disewakan atau yang akan disewakan dengan tujuan untuk menjual asset demi memperoleh dana, sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik asset. Sedangkan tujuan penerbitan *sukuk* kepemilikan manfaat, yaitu menyewakan asset / manfaat asset demi uang sewa, pemegang *sukuk* menjadi pemilik manfaat dari asset. Berdasarkan data statistik OJK *sukuk ijarah* menempati prosentase tertinggi pada instrument *sukuk korporasi* yaitu sebesar 69.23 % yaitu posisi per Desember 2018 terdapat 72 seri *sukuk* yang masih aktif.
    2. *Sukuk Murabahah*; Sebagai surat berharga bernilai sama yang diterbitkan untuk membiayai pembelian komoditi murabahah, sedang komoditi tersebut menjadi milik bagi pemegang *sukuk*. *Sukuk* murabahah melambangkan kepemilikan terhadap utang. *Sukuk* murabahah termasuk non-tradable *sukuk*, dan hanya diperjualbelikan di pasar primer, karena sertifikat *sukuk* murabahah melambangkan hutang. Syariat Islam melarang perdagangan hutang karena dapat menjurus pada riba. Saat ini tidak ada *Sukuk* murabahah yang diperjualbelikan di Pasar Modal Syariah Indonesia.
    3. *Sukuk Salam*; *Sukuk salam* adalah kontrak jual beli suatu barang yang jumlah dan kriterianya telah ditentukan secara jelas, dengan pembayaran dilakukan dimuka sedangkan barangnya diserahkan kemudian pada waktu yang disepakati bersama. Definisi *sukuk* salam secara sederhana adalah menjual sesuatu yang ditangguhkan dengan sesuatu yang tunai, atau uang diserahkan secara tunai tapi barang akan diterima kemudian hari. . Saat ini tidak ada *Sukuk salam* yang diperjualbelikan di Pasar Modal Syariah Indonesia.
    4. *Sukuk Istishna*; *Sukuk* istishna adalah *sukuk* yang diterbitkan dengan tujuan mendapatkan dana untuk memproduksi suatu barang, sehingga pemegang *sukuk* menjadi pemilik barang. *Sukuk* Istishna hampir sama dengan *sukuk* salam hanya saja berbeda dari segi pembayaran prinsipal, yaitu pada akad salam uang tidak boleh diakhirkan sedangkan pada istishna dibolehkan. . Saat ini tidak ada *Sukuk Istishna* yang diperjualbelikan di Pasar Modal Syariah Indonesia.
    5. *Sukuk Musyarakah*; *Musyarakah* adalah akad kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk menggabungkan modal, baik dalam bentuk uang maupun bentuk lainya, untuk tujuan memperoleh keuntungan, yang akan dibagikan sesuai dengan nisbah yang telah disetujui, sedangkan kerugian yang timbul akan ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak. *Sukuk* musyarakah diterbitkan dengan tujuan memperoleh dan untuk menjalankan proyek baru, mengembangkan proyek yang sudah berjalan, atau untuk membiayai kegiatan bisnis yang dilakukan berdasarkan akad musyarakah, sehingga pemegang *sukuk* menjadi pemilik proyek atau asset kegiatan usaha tersebut, sesuai dengan kontribusi dana yang diberikan. *Sukuk* musyarakah dapat dikelola dengan akad musyarakah (partisipasi), mudharabah atau agen investasi (wakalah). . Saat ini tidak ada *Sukuk* musyarakah yang diperjualbelikan di Pasar Modal Syariah Indonesia.
    6. *Sukuk Mudharabah*; *Mudharabah* adalah akad kerjasama antara dua pihak atau lebih, yaitu satu pihak sebagai penyedia modal dan pihak lain sebagai penyedia tenaga dan keahlian. Keuntungan dari hasil kerjasama tersebut dibagi berdasarkan nisbah yang telah disetujui, sedangkan kerugian yang terjadi akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal, kecuali kerugian disebabkan oleh kelalaian tenaga dan keahlian. *Sukuk* *mudharabah* merepresentasikan suatu proyek atau kegiatan usaha yang dikelola berdasarkan akad mudharabah, dengan menunjuk salah satu partner atau pihak lain sebagai mudharib (pengelola usaha). Berdasarkan data statistik OJK prosentase *sukuk mudharabah* di Pasar Modal Syariah Indonesia sebesar 27.88 % yaitu posisi per Desember 2018 terdapat 29 seri *sukuk* yang masih aktif.
    7. *Sukuk Wakalah*; *Wakalah* adalah akad pelimpahan kuasa oleh satu pihak kepada pihak lain dalam hal tertentu. *Sukuk* *wakalah* merepresentasikan proyek atau kegiatan usaha yang dikelola berdasarkan akad wakalah, dengan menunjuk agen tertentu untuk mengelola usaha atas nama pemegang *sukuk*. Berdasarkan data statistik OJK prosentase *sukuk wakalah* di Pasar Modal Syariah Indonesia sebesar 2.88 % yaitu posisi per Desember 2018 terdapat 3 seri *sukuk* yang masih aktif.

## Perbandingan *Sukuk* Korporasi dan *Sukuk* Negara

Instrument Obligasi Syariah (*Sukuk)* terdiri dari 2 jenis instrument yaitu *sukuk* korporasi dan *sukuk* negara (Surat Berharga Syariah Negara) dimana dari keduanya terdapat persamaan dan perbedaan yang dapat dilihat dari beberapa aspek yang dapat dijadikan pertimbangan oleh investor baik perusahaan investasi maupun lembaga keuangan khususnya di Indonesia dalam memutuskan pilihan untuk portfolio investasinya, dengan pemaparan sebagai berikut :

Tabel 2.1 Perbandingan *Sukuk* Korporasi dan *Sukuk* Negara

| Deskripsi | *Sukuk* Korporasi | *Sukuk* Negara |
| --- | --- | --- |
| Penerbit | Perusahaan Swasta, BUMN, Bank | Pemerintah |
| Peringkat | Ada yang diperingkat dan tidak diperingkat | Tidak diperingkat |
| Dasar Hukum | Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 18/POJK.04/2015 Tentang Penerbitan Dan Persyaratan Sukuk | * Undang-Undang Republik Indonesia Nomor.19 Tahun 2008 Tentang Surat Berharga Syariah Negara * Peraturan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor 05/PMK.08/2012 Tentang Penerbitan Dan Penjualan Surat Berharga Syariah Negara Di Pasar  Perdana Dalam Negeri Dengan Cara Lelang |
| Definisi Instrument | Sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas aset yang mendasarinya. | Bukti atas bagian penyertaan terhadap Aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. |
| *Underlying Asset* | * Aset berwujud tertentu (*a’yan maujudat*), * Nilai manfaat atas aset berwujud (*manafiul a’yan*) tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada, * Jasa (*al khadamat*) yang sudah ada maupun yang akan ada * Aset proyek tertentu (*maujudat masyru’ mu’ayyan*); dan/atau * Kegiatan investasi yang telah ditentukan (*nasyath ististmarin khashah*). | Objek pembiayaan SBSN dan/atau Barang Milik Negara yang memiliki nilai ekonomis, berupa tanah dan/atau bangunan maupun selain tanah dan/atau bangunan, yang dalam rangka penerbitan SBSN dijadikan sebagai dasar penerbitan SBSN. |
| Syarat Persetujuan | Wajib mendapatkan pernyataan kesesuaian syariah atas Sukuk dalam Penawaran Umum dari Dewan Pengawas Syariah Emiten atau Tim Ahli Syariah. | Mendapat persetujuan DPR pada saat pengesahan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara |
| Peringkat | Adanya syarat dokumen Pemeringkatan Efek Bersifat Utang dan/atau Sukuk | Tidak ada ketentuan pemeringkatan |
| Jenis Fisik | Diterbitkan dalam bentuk tanpa warkat | Diterbitkan dalam bentuk warkat atau tanpa warkat. |
| Penggunaan Hasil Penerbitan | Membiayai kegiatan atau melakukan investasi yang tidak bertentangan dengan Prinsip Syariah di Pasar Modal | untuk membiayai Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara termasuk membiayai pembangunan proyek |
| Pembayaran Hasil Investasi | Sumber dana yang digunakan untuk melakukan pembayaran bagi hasil, marjin, imbal jasa dan nilai pokok sesuai dengan karakteristik Akad Syariah | Pemerintah wajib membayar Imbalan dan Nilai Nominal setiap SBSN, Dana untuk membayar Imbalan dan Nilai Nominal yang disediakan dalam Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara setiap tahun sampai dengan berakhirnya kewajiban |
| Agen Pembayar | KSEI (Kustodian Sentral Efek Indonesia) bersama Bank Umum sebagai agen pembayar | Menteri menunjuk Bank Indonesia atau pihak lain sebagai agen pembayar |
| Penghasilan | Imbalan, bagi hasil, margin | Imbalan, bagi hasil, margin |
| Investor | Syariah, Konvensional | Syariah, Konvensional |
| Model Valuasi | *Yield* acuan untuk setiap seri *sukuk* diperoleh dari *yield curve* obligasi pemerintah | *Yield* acuan untuk setiap seri *sukuk* diperoleh dari *yield curve* obligasi korporasi yang bersesuaian dengan tenor dan ratingnya. |

Sumber : IBPA, *Peraturan OJK,* dan *UU RI No.19 Tahun 2008 Tentang SBSN*

## Lembaga Penilaian Harga Efek (LPHE)

LPHE yaitu Lembaga Penilaian Harga Efek ; Pihak yang telah memperoleh izin usaha dari Bapepam dan LK untuk melakukan penilaian harga Efek dalam rangka menetapkan harga pasar wajar, sebagaimana dimaksud dalam Peraturan Nomor V.C.3 tentang Lembaga Penilaian Harga Efek. Lembaga yang berperan sebagai LPHE di Indonesia saat ini adalah PT Penilai Harga Efek Indonesia (PHEI) atau dikenal dengan Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA) memiliki peran dan fungsi melakukan penilaian dan penetapan atas harga pasar wajar efek bersifat utang di Indonesia secara harian.

Data harga pasar wajar atas efek bersifat utang yang diterbitkan oleh IBPA digunakan oleh industri keuangan sebagai acuan transaksi efek bersifat utang, penilaian aset, acuan lelang surat utang negara, acuan dalam kegiatan audit, serta acuan dalam penilaian kinerja portofolio. IBPA memiliki keyakinan bahwa ketersediaan harga pasar wajar  merupakan pilar penting dalam pembangunan berkelanjutan pasar efek bersifat utang dan Sukuk di Indonesia. Dengan melakukan perhitungan harga pasar wajar, IBPA membuka jalan untuk mendukung revitalisasi pasar dan meningkatkan likuiditas di pasar modal sekunder.

Harga pasar wajar harian yang diterbitkan oleh IBPA sebelumnya telah melalui rangkaian proses valuasi yang sangat selektif meliputi sebagai berikut:

* + 1. Pembangunan Basis Data

IBPA membangun *database* yang komprehensif dengan seluruh data dan informasi pasar yang relevan meliputi : *term and structure* efek, laporan keuangan dan profil emiten, *rating,* indikator pasar dan ekonomi.

* + 1. Pengumpulan Data Pasar

IBPA melakukan pengumpulan data harga instrument surat utang dan *sukuk* dari berbagai sumber yang *reliable* meliputi data harga OTC (*Over The Counter*), data transaksi bursa, data kuotasi jual beli, serta pelaporan transaksi.

* + 1. Filtering Data

IBPA mengeliminasi data harga di pasar yang tidak valid, yaitu berdasarkan hierarki data, jenis data, frekuensi dan volume, standar deviasi, waktu transaksi, pergerakan kelompok tenor, pergerakan harga historis serta analisis baik secara internal maupun eksternal.

* + 1. Penilaian Harga

Penilaian harga dilakukan menggunakan pemodelan dengan metode pemodelan parametrik dan proses optimasi untuk menghasilkan *best fitted yield curve* yang dikonversi ke dalam *yield* dan harga individual dari setiap instrument surat utang dan *sukuk.* Kemudian dilakukan penilaian setiap seri instrument berdasarkan *term & condition* serta konversi perhitungan secara multiverifikasi selanjutnya proses validasi dari harga menjadi Harga Pasar Wajar resmi IBPA (*Fair Price* IBPA).

* + 1. Penyampaian Hasil

IBPA melakukan distribusi dan diseminasi informasi Harga Pasar Wajar IBPA melalui website IBPA yaitu [www.ibpa.co,id](http://www.ibpa.co,id) , Bond Information and Pricing Services yaitu newbips.ibpa.co.id serta sarana lainnya berupa email, FTP dan data feed.

* + 1. Pengendalian Kualitas

Untuk menunjang fungsinya sebagai LPHE tunggal yang diberi wewenang oleh pemerintah, IBPA menjaga kualitas dari informasi yang diterbitkannya melalui proses monitoring atas kehandalan, ketepatan dan keakurasian dari harga pasar wajar serta monitoring dan *surveilance* melalui interaksi aktif dengan pelaku pasar serta lembaga otoritas pasar yaitu Otoritas Jasa Keuangan.

## Bond Pricing Agency Malaysia (BPAM)

Bond Pricing Agency Malaysia (BPAM) adalah lembaga yang bergerak dalam bidang penilaian, penetapan dan penyediaan harga serta layanan informasi pasar Obligasi Ringgit dan Sukuk Malaysia di Malaysia. BPAM didirikan di bawah Undang-Undang Perusahaan Malaysia 1965 sebagai *Bondweb Malaysia Sdn Bhd* pada 27 September 2004. Setelah memenuhi persyaratan yang sesuai dengan Pedoman Pendaftaran Lembaga Penetapan Harga Obligasi, BPAM didaftarkan sebagai agen penetapan harga obligasi (BPA) oleh *Securities Commision* Malaysia pada 28 April 2006. Lalu pada 15 September 2008 berubah nama menjadi Lembaga Penetapan Harga Obligasi Malaysia Sdn Bhd (BPAM).

BPAM merupakan standar pasar global untuk harga harian, harga akhir hari yang dievaluasi melalui pengukuran realitas pasar yang menggabungkan pengetahuan pasar serta metodologi penilaian yang diakui secara global untuk mendukung perdagangan, manajemen risiko dan proses akuntansi. Dimana harga valuasi BPAM digunakan oleh lebih dari 130 klien di seluruh dunia yang terdiri dari manajer aset, bank, unit trusts, perusahaan asuransi, badan hukum, administrator dana, kustodian dan regulator serta mendukung industri untuk memenuhi kebutuhan pelaporan regulasi yang dinamis.

Berikut adalah beberapa Layanan dan produk yang ditawarkan oleh BPAM :

* + 1. Evaluasi Harga

Evaluasi melalui pengukuran realitas pasar yang menggabungkan pengetahuan pasar serta metodologi penilaian yang diakui secara global untuk mendukung perdagangan, manajemen risiko dan proses akuntansi. Dengan keunggulan ; independen, akurat, transparansi, terpercaya. Cakupan meliputi Lebih dari 2500 ISIN. Harga sekuritas termasuk obligasi pemerintah, kuasi-pemerintah, obligasi korporasi dan sukuk serta surat berharga yang diperingkat dan tidak memiliki peringkat. Distribusi melalui Pengiriman melalui Terminal BondStream dan SFTP. Tersedia secara global melalui mitra internasional Intercontinental Exchange (ICE), Refinitiv dan FactSet Research Systems

* + 1. Referensi Data

Basis data lengkap sekuritas Pendapatan Tetap dan data pasar keuangan disusun, dikumpulkan, dan divalidasi secara metodis dari berbagai sumber dengan mengumpulkan intelijen pasar secara instan dari banyak data referensi baik di titik awal atau tingkat pasar sekunder dan memanfaatkan database lengkap yang dimiliki untuk membantu meningkatkan pengambilan keputusan, proses manajemen risiko, dan efisiensi operasional.

* + 1. Tolak Ukur

Indeks Obligasi dan Sukuk BPAM Refinitiv adalah seri indeks obligasi terlengkap dan terpercaya yang tersedia untuk Pasar Pendapatan Tetap Malaysia. BPAM adalah pencetus, pengembang, dan agen penghitung. Indeks-indeks tersebut diberi merek bersama dengan Refinitiv untuk distribusi global. Indeks Obligasi dan Sukuk BPAM Refinitiv adalah standar yang ditetapkan untuk mengukur kinerja pasar obligasi Ringgit dan banyak digunakan oleh sisi beli secara global. Dengan pengetahuan pasar lokal yang luas dan keahlian indeks, BPAM juga dapat menawarkan tolok ukur yang disesuaikan untuk memenuhi kebutuhan klien.

* + 1. Analisis

Dalam pasar keuangan yang lancar dan kompleks, membuat keputusan yang terinformasi dengan baik hanya mungkin jika seseorang memiliki pengetahuan yang mendalam tentang pasar. Menguraikan sifat sebenarnya dari pasar dari data yang banyak memungkinkan pengambilan keputusan yang dapat membuat atau menghancurkan perdagangan. BPAM menghasilkan banyak analitik pada perdagangan, harga, likuiditas, penerbitan, dan peringkat tersirat. Rangkaian layanan analitik kami menganalisis, menilai, dan menguraikan kondisi pasar yang kompleks untuk membantu meminimalkan risiko dan biaya, memaksimalkan keuntungan, dan mengidentifikasi peluang investasi yang tersembunyi.

## Regulasi Pasar Modal Syariah Indonesia dan Malaysia

Perkembangan pasar modal syariah yang dinamis dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi negara khususnya Indonesia yang merupakan negara dengan populasi masyarakat Muslim  terbesar di dunia dimana pangsa pasar industri keuangan syariahnya telah mencapai 8,47 % per Juni 2018 ([www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id)). Sementara itu guna mendorong terciptanya Pasar Modal khususnya Pasar Modal Syariah dengan kondisi pasar yang objektif, adil, dan transparan, pemerintah mengeluarkan beberapa regulasi yang dinilai penting berkaitan dengan ketentuan penggunaan Harga Pasar Wajar/*Fair Price* dalam kegiatan transaksi maupun pelaporan Lembaga Keuangan serta produk Reksadana, sebagaimana diatur dalam regulasi terkait berikut :

1. Revisi Peraturan Bapepam-LK Nomor IV.C.2 tentang Nilai Pasar Wajar dari Efek dalam Portofolio Reksa Dana setiap MI yang mengelola reksadana wajib menghitung nilai pasar wajar dari efek bersifat utang dalam portofolio reksadana dengan menggunaan referensi harga pasar wajar yang ditetapkan oleh IBPA.
2. Keputusan Bapepam-LK Nomor: KEP-367/BL/2012 tentang nilai pasar wajar dari efek dalam portofolio reksa dana, nilai pasar wajar dari efek dalam portofolio reksa dana wajib dihitung dan disampaikan oleh manajer investasi kepada bank kustodian paling lambat pukul 17.00 wib setiap hari bursa, dengan ketentuan sebagai berikut, efek yang diperdagangkan di luar bursa efek (over the counter); penghitungan nilai pasar wajar dari efek tersebut menggunakan harga pasar wajar yang ditetapkan oleh LPHE sebagai harga acuan bagi manajer investasi salinan
3. Peraturan Menteri Keuangan Nomor 53/PMK.010/2012 tentang Kesehatan Keuangan Perusahaan Asuransi dan Perusahaan Reasuransi. Di dalam pasal 5 peraturan tersebut disebutkan instrumen-instrumen yang wajib mengacu pada harga yang dikeluarkan oleh LPHE adalah instrumen obligasi korporasi, *sukuk* korporasi, surat berharga negara, surat berharga selain yang dikeluarkan oleh Pemerintah Republik Indonesia, surat berharga yang diterbitkan oleh lembaga multinasional.
4. Peraturan Ketua Bapepam-LK nomor PER-05/BL/2012 tentang Penyusunan Laporan Keuangan dan Dasar Penilaian Investasi Bagi Dana Pensiun. Pada pasal 6, dalam peraturan tersebut disebutkan instrumen-instrumen yang wajib mengacu pada harga yang dikeluarkan oleh LPHE adalah instrument obligasi korporasi, *sukuk* korporasi, surat berharga negara, Kontrak Investasi Kolektif, Efek Beragun Aset.
5. Peraturan Menteri Keuangan RI Nomor 55/PMK.010/2012 tentang Perubahan atas Peraturan Menkeu Nomor 79/PMK.010/2011 tentang Kesehatan Keuangan Badan Penyelenggara Program Tabungan Hari Tua PNS dimana penilaian atas kekayaan yang diperkenankan dalam bentuk investasi berupa obligasi dan *sukuk,* berdasarkan nilai pasar wajar yang ditetapkan oleh LPHE.
6. Surat Edaran OJK Nomor 18/SEOJK.04/2013 tentang Kriteria pernyataan tertulis oleh OJK dan tata cara penentuan nilai aset pemodal yang hilang, dalam rangka penggunaan dana perlindungan pemodal, tata cara penentuan nilai aset pemodal yang hilang, apabila efek adalah efek bersifat utang dan/atau *sukuk* dan lembaga penilai harga efek menerbitkan harga pasar wajarnya, penetapan nilainya ditentukan berdasarkan jumlah efek yang hilang dikalikan dengan harga rata-rata dari harga pasar wajar yang ditetapkan oleh lembaga penilai harga efek.
7. Peraturan OJK Nomor 9/POJK.04/2015 Tentang Pedoman Transaksi *Repurchase Agreement* Bagi Lembaga Jasa Keuangan dimana transaksi Repo berupa Efek bersifat utang, penyesuaian nilai Efek dengan nilai pasar wajar (*mark-to-market*) wajib menggunakan harga acuan yang ditetapkan Lembaga Penilaian Harga Efek yaitu salah satunya instrument *Sukuk* Korporasi.
8. Surat Edaran OJK Nomor 9 /SEOJK.05/2016 tentang Dasar Penilaian Investasi Dana Pensiun, bentuk dan susunan serta tata cara penyampaian laporan investasi tahunan dana pensiun yaitu penilaian menggunakan nilai wajar yang ditetapkan oleh lembaga penilaian harga efek yang telah memperoleh izin usaha dari ojk atau lembaga penilaian harga efek yang telah diakui secara internasional; ketentuan dasar penilaian jenis investasi dana pensiun sebagaimana dimaksud termasuk juga untuk jenis investasi yang menggunakan prinsip syariah.
9. Surat Edaran OJK Nomor 22 /SEOJK.05/2017 tentang Dasar Penilaian Aset dalam bentuk investasi dan bukan investasi bagi perusahaan asuransi dan perusahaan reasuransi, dimana obligasi korporasi yang tercatat di bursa efek berdasarkan nilai wajar yang ditetapkan oleh lembaga penilaian harga efek yang telah memperoleh izin usaha dari OJK atau lembaga penilaian harga efek yang telah diakui secara internasional, dimana ketentuan dasar penilaian jenis investasi perusahaan termasuk juga untuk jenis investasi yang menggunakan prinsip syariah.
10. Peraturan OJK Nomor 21 /POJK.04/2017 tentang Pedoman Pengelolaan Portofolio efek untuk kepentingan nasabah secara individual, dalam hal manajer investasi menghitung nilai pasar wajar atas efek pengelolaan portofolio nasabah secara individual menggunakan harga pasar wajar yang diterbitkan oleh lembaga penilaian harga efek.
11. Peraturan OJK Nomor 29 /POJK.05/2018 tentang Perubahan atas Peraturan OJK Nomor 3/POJK.05/2015 tentang Investasi Dana Pensiun, yaitu menambahkan redaksi jenis investasi yang menggunakan prinsip syariah antara lain: a. produk-produk perbankan syariah sebagaimana diatur dalam undang-undang mengenai perbankan syariah termasuk didalamnya tabungan dan deposito syariah, surat berharga syariah negara (*sukuk*), *sukuk* korporasi, reksa dana syariah, efek beragun aset syariah, dana investasi real estat syariah; dan MTN syariah.

Pasar Modal Syariah di Malaysia terbentuk pada awalnya karena besarnya permintaan pasar pada awal tahun 90-an. Keberhasilan penerapan perbankan syariah memicu investor untuk dapat berinvestasi sesuai dengan kaidah-kaidah investasi secara islami. Tonggak awal perkembangan investasi syariah di pasar modal Malaysia bisa dikatakan baru dimulai setelah pada tahun 1983 Pemerintah Malaysia menerbitkan obligasi syariah yang pertama dan cukup sukses. Kesuksesan ini menimbulkan permintaan yang semakin besar terhadap tersedianya instrumen investasi syariah di pasar modal. Saat ini Malaysia menjadi salah satu penerbit sukuk terbesar di dunia sebesar RM112,4 miliar pada Desember 2018. Berikut beberapa peraturan pelaksananaan yang terkait pasar modal syariah khususnya instrument sukuk di Malaysia, yang terdiri dari:

1. *Guidelines On Issuance Of Corporate Bonds And Sukuk To Retail Investors* SC-Gl/5-2015 (R5-2019)
2. *Guidelines On Sukuk the SC under section 377 of the Capital Markets and Services Act 2007 (CMSA)* menggantikan *the Islamic Securities Guidelines (Sukuk Guidelines)* yang terbit pada 12 Juli 2011
3. *Guidelines On Seasoned Corporate Bonds And Sukuk* SC-Gl/4-2018 (R1-2019)
4. *Guidelines On Registration Of Bond Pricing Agencies* SC-Gl/BPA-2006 (R2-2020)

## Harga Pasar Wajar *Sukuk*

Menurut Peraturan Bapepam-LK No. IV.C.2 tahun 2012 Harga Pasar Wajar/ Nilai Pasar Wajar (*fair market value*) dari efek adalah nilai yang dapat diperoleh dari transaksi Efek yang dilakukan antar para pihak yang bebas bukan karena paksaan atau likuidasi. Harga Pasar dari efek syariah harus mencerminkan nilai valuasi kondisi yang sesungguhnya dari aset yang menjadi dasar penerbitan efek tersebut dan/atau sesuai dengan mekanisme pasar yang teratur, wajar dan efisien serta tidak direkayasa (Manan, 2009:93).

Harga Pasar Wajar dikeluarkan oleh LPHE yaitu Lembaga Penilaian Harga Efek Pihak yang telah memperoleh izin usaha dari Bapepam dan LK untuk melakukan penilaian harga Efek dalam rangka menetapkan Harga Pasar Wajar, sebagaimana dimaksud dalam Peraturan Nomor V.C.3 tentang Lembaga Penilaian Harga Efek. Mengutip dari web IBPA [www.ibpa.co.id](http://www.ibpa.co.id), basis utama penilaian yang dilakukan oleh IBPA adalah menggunakan pendekatan “*mark-to-market*”, dimana data transaksi, terdiri dari kuotasi beli/jual (*bid-ask*) dan harga transaksi (*traded price*), yang terjadi di pasar untuk seri obligasi tertentu, atau seri obligasi lain yang dipandang setara dengan seri obligasi tersebut, menjadi acuan dan sumber data utama dalam proses penilaian dan penetapan Harga Pasar Wajar (HPW). IBPA melakukan pengamatan terhadap seluruh data transaksi dan pelaporan transaksi obligasi di pasar perdana dan sekunder. Dalam hal tidak tersedianya data transaksi (tidak terjadi transaksi) atau data tidak mencukupi untuk proses penilaian dan penetapan harga, IBPA menggunakan metodologi proses penilaian dan estimasi *Yield Curve*. Harga Pasar Wajar acuan yang diterbitkan oleh IBPA dinamakan dengan istilah *Fair Price.*

Berikut rumus dalam hal perhitungan penilaian Harga Pasar Wajar (Frensidy,2005:169) :

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| P = | ( 1 - (1 + i ) –n ) C | + | Pp |
|  | ( 1 + i ) n |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| P = | Pp + (c – i ) Pp | ( 1 - (1 + i ) –n ) |
| I |

Dengan :

Pp = Nilai nominal atau nilai par obligasi/*sukuk*

c = Tingkat Kupon/imbal hasil obligasi/*sukuk* per periode

C = Pembayaran bunga per periode

i = *Yield* per periode

n = jumlah periode

P = Harga wajar obligasi/*sukuk*

## Faktor Yang Mempengaruhi *Fair Price Sukuk*

Beberapa penelitian mengenai harga obligasi diantaranya Menurut Rahardjo (2004: 17), umumnya pembentukan harga sebuah obligasi ditentukan oleh berbagai faktor yaitu Tingkat Kupon, Rating Emiten, Nilai Obligasi, Periode Jatuh Tempo, Likuiditas (likuiditas) Obligasi, Tipe Obligasi. Disamping faktor karakteristik terdapat faktor eksternal seperti inflasi, suku bunga, IHSG dan kurs (Rahardjo,2004:67). Sedangkan Sudarwati (2010: 7) mengatakan:ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi harga obligasi. Faktor – faktor yang mempengaruhi perubahan harga obligasi adalah: Likuiditas obligasi, Tingkat kupon (Bunga), Jangka waktu jatuh tempo, IHSG.

Berdasarkan sumber diatas serta beberapa penelitian dan literatur lainnya, dapat dipaparkan beberapa faktor yang mempengaruhi *fair price /* harga pasar wajar *Sukuk Korporasi* dengan klasifikasi sebagai sebagai berikut :

* + 1. *Yield*

Pendapatan yang akan diperoleh dari investasi obligasi dinyatakan sebagai *yield*, yaitu hasil yang akan diperoleh investor apabila menempatkan dananya untuk dibelikan obligasi/*sukuk*. Sebelum memutuskan untuk berinvestasi dengan obligasi, investor harus mempertimbangkan besarnya *yield* obligasi/*sukuk*, sebagai faktor pengukur tingkat pengembalian tahunan yang akan diterima. Ada 2 (dua) istilah dalam penentuan yield yaitu *current yield* dan *yield to maturity* (Tandelilin, 2010:258) :

* 1. *Current Yield* adalah penghasilan bunga kupon tahunan dibagi dengan harga pasar obligasi. Nominal *yield* mendasarkan pada nilai nominal yang selalu berjumlah tetap, sedangkan *current yield*  mendasarkan pada nilai pasar yang dapat berubah-ubah.
  2. *Yield to maturity (YTM)* adalah tingkat return majemuk yang akan diterima investor jika membeli obligasi pada harga pasar saat ini dan menahan obligasi tersebut hingga jatuh tempo. *YTM* merupakan ukuran *yield* yang banyak digunakan karena *yield* tersebut mencerminkan return yang diharapkan investor.

*Yield 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. Sebelum memutuskan untuk berinvestasi dengan *sukuk*, investor harus mempertimbangkan besarnya *yield sukuk*, sebagai faktor pengukur tingkat pengembalian tahunan yang akan diterima. Yield *sukuk* yang akan diterima tidak boleh mengandung unsur *riba, gharar, maksiat* dan hal-hal yang tidak sesuai dengan ketentuan syariah (Manan, 2009:92). *Yield* atas *sukuk* ijarah merupakan *fee* sewa/*ujrah* berdasakan akad ijarah atas suatu objek yang tidak mengandung unsur yang melanggar syariah dan dipergunakan untuk suatu usaha yang juga harus sesuai dengan ketentuan syariah (Manan, 2009:81). Penghitungan *yield sukuk* dapat dilakukan dengan mengukur *last yield sukuk* yaitu *yield* per tahun pengamatan yang datanya dapat diperoleh dari IBPA selain dengan mengukur dari *current yield* maupun *yield to maturity*. *Last yield sukuk* memperhitungkan pendapatan atas *sukuk* pada akhir periode atau per akhir tahun.

*Yield to maturity* (*YTM*) dapat ditentukan dengan rumus sebagai berikut (Rahardjo,2004:74) :

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | Ci | + | Pp - P |
| YTM = | N |
|  |  | | |
|  | Pp + P | | |
|  | 2 | | |

Dalam hal ini :

YTM = nilai YTM yang mendekati

P = harga obligasi/*sukuk* pada saat ini (t=0)

n = jumlah tahun sampai dengan jatuh tempo obligasi/*sukuk*

Ci = pembayaran kupon untuk obligasi/*sukuk* i setiap tahunnya

Pp = nilai par dari obligasi/*sukuk*

* + 1. Jangka Waktu Jatuh Tempo

Setiap *Sukuk* mempunyai masa jatuh tempo atau dikenal dengan istilah *maturity date* yaitu tanggal dimana nilai pokok *Sukuk* tersebut harus dilunasi oleh penerbit *Sukuk* (Rahardjo, 2004:20). *Time to maturity* merupakan sisa periode *sukuk* saat ini sampai dengan *maturity date* Emiten mempunyai kewajiban tersebut mutlak untuk membayar nilai nominal obligasi kepada pemegang obligasi pada saat jatuh tempo (berdasarkan kesepakatan sebelumnya). Harus diingat bahwa dalam membahas faktor jatuh tempo suatu obligasi adalah bahwa semakin lama masa jatuh tempo maka semakin tinggi tingkat resiko investasi. Rahardjo (2004:9) mengemukakan bahwa semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati investor karena dianggap resikonya lebih kecil.

* + 1. Tingkat Imbal Hasil Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS)

Definisi SBIS dalam Surat Edaran Bank Indonesia No. 10/11/PBI tahun 2008 adalah instrumen BI yang sesuai dengan syariat Islam yang digunakan dalam operasi pasar terbuka syariah. Selain itu, SBIS juga dapat digunakan oleh bank syariah yang mempunyai kelebihan likuiditas sebagai sarana penitipan dana jangka pendek. SBIS yang telah diterbitkan oleh Bank Indonesia menggunakan akad *ju’alah.*

Perhitungan besaran tingkat imbalan yang diperoleh Sertifikat Bank Indonesia Syariah mengacu pada tingkat diskonto hasil lelang Sertifikat Bank Indonesia (SBI) berjangka waktu sama yang diterbitkan bersamaan dengan penerbitan SBIS. Dengan ketentuan sebagai berikut :

1. Dalam lelang SBI menggunakan metode *fixed rate tender,* maka imbalan SBIS ditetapkan sama dengan tingkat diskonto hasil lelang SBI.
2. Dalam lelang SBI menggunakan metode *variable rate tender*, maka imbalan hasil SBIS ditetapkan sama dengan rata-rata tertimbang tingkat diskonto hasil lelang SBI.
   * 1. *Islamic Interbank Rate* Bank Negara Malaysia

Pasar Uang Antar Bank Islam (*Islamic Interbank Money Market* /IIMM) Malaysia berdiri pada 1 Januari 1994. Terdapat 3 aspek yang penting yang mendasari pendiriannya yaitu perdagangan instrumen pembiayaan Islami antar bank, investasi Islami antar bank dan juga sistem kliring cek islami antar bank. Pada awalnya hanya 5 bank saja yang menjadi peserta pasar uang Islami antarbank di Malaysia, akan tetapi pada tahun 1999 jumlahnya sudah mencapai 54 bank. Jumlah ini meningkat dengan cukup pesat dikarenakan dengan sistem ini, maka bank peserta pasar uang Islami antar bank yang mengalami kekurangan dana dapat meminta bank lain yang kelebihan dana untuk menginvestasikan dananya di bank yang kekurangan dana tersebut dalam bentuk *Islamic Banking Mudharabah Deposit*.

*Islamic Interbank Rate* merupakan tingkat imbal hasil antar bank syariah berupa tingkat rata-rata tertimbang harian dari investasi antar-bank Mudharabah di IIMM di Kuala Lumpur, di mana tarif individual ditimbang sesuai dengan volume transaksi pada tingkat-tingkat imbal hasil tersebut.

* + 1. Nilai Tukar (*Kurs)*

Menurut Samuelson (2004:305), nilai tukar valuta asing / *kurs* adalah harga satuan mata uang dalam mata uang lain. *Kurs* ditentukan dalam pasar valuta asing, yaitu pasar tempat berbagai mata uang yang berbeda diperdagangkan. Sedangkan menurut Hasibuan (2002:14), *kurs* merupakan perbandingan nilai tukar mata uang suatu negara dengan mata uang negara asing atau perbandingan nilai tukar valuta antarnegara. Perubahan *kurs* suatu negara mengalami apresiasi ketika nilai mata uangnya meningkat relatif terhadap nilai mata uang negara lain dan sebaliknya apabila nilai tukar mata uang suatu negara mengalami depresiasi ketika nilai mata uangnya menurun relatif terhadap nilai mata uang negara lain. Sehingga dapat didefinisikan depresiasi mata uang rupiah terhadap dollar AS artinya suatu penurunan harga dollar AS terhadap rupiah. Sedangkan apresiasi rupiah terhadap dollar AS adalah kenaikan rupiah terhadap USD.

## Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu digunakan sebagai acuan dalam memperkaya teori yang digunakan pada penelitian. Pada penelitian terdahulu ini menggunakan jurnal-jurnal yang berkaitan dengan penelitian yang dilakukan. Terdapat beberapa kesamaan dan perbedaan dari berbagai aspek penelitian seperti jenis variabel, metode penelitian, objek penelitian yang diteliti bisa berupa instrument dari Pasar Modal konvensional maupun syariah , periode penelitian serta lokasi penelitian yaitu adanya penelitian yang dilakukan di dalam maupun luar negeri.

Tabel 2.3

Ringkasan Penelitian Terdahulu

| **No** | **Jurnal** | **Perbandingan** | | **Hasil** |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Kesamaan** | **Perbedaan** |
| 1. | Analisis Pengaruh Likuiditas, Waktu Jatuh Tempo Dan Kupon Obligasi Terhadap Perubahan Harga Obligasi Korporasi Di Bursa Efek Indonesia, I Ketut Subagia, Ida Bagus Panji Sedana, E-Jurnal Manajemen Unud, Vol. 4, No. 5, 2015 : 1451-1465 ISSN: 2302-8912 | * Variabel :   Harga, Waktu Jatuh Tempo, Kupon   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Likuiditas   * Metode :   Regresi Berganda   * Instrument :   Obligasi   * Periode Penelitian :   Kuartal 1 tahun 2013 hingga kuartal 2 tahun 2014 | * Likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap perubahan harga obligasi korporasi periode yaitu semakin likuid dan mudah diperdagangkan serta diminati oleh investor * Jangka waktu jatuh tempo berpengaruh positif dan signifikan terhadap perubahan harga obligasi dimana investor memiliki kepercayaan pada emiten berapapun lama waktu jatuh tempo suatu obligasi * Kupon berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap perubahan harga obligasi dimana investor ragu mengambil obligasi dengan kupon tinggi karena resiko gagal bayar semakin tinggi. |
| 2. | Pengaruh Rating, Maturitas, Tingkat Suku Bunga Dan Kupon Terhadap Perubahan Harga Obligasi Korporasi Di Bursa Efek Indonesia, I Wayan Sumarna, Ida Bagus Badjra, E-Jurnal Manajemen Unud, Vol. 5, No. 12, 2016: 7724-7751 ISSN : 2302-8912 | * Variabel :   Harga, Rating, Maturitas, Kupon   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Suku Bunga   * Metode :   Regresi Berganda   * Instrument :   Obligasi   * Periode Penelitian   Kuartal 1 tahun 2014 – kuartal 2 tahun 2015 | * Rating berpengaruh positif signifikan, semakin tinggi nilai rating maka harga dari suatu obligasi akan meningkat. * Maturitas berpengaruh negatif signifikan, maturitas yang lama, timbul risiko kejadian buruk yang menyebabkan kinerja perusahaan menurun. * Tingkat suku bunga SBI berpengaruh negatif signifikan semakin rendah tingkat suku bunga dapat mempengaruhi peningkatan perubahan harga obligasi. * Kupon obligasi berpengaruh positif signifkan semakin tinggi nilai kupon dapat mempengaruhi peningkatan perubahan harga obligasi |
| 3. | Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Harga  Obligasi Syariah Korporasi Di Indonesia (Periode Januari 2010- Juli 2015), Rosida Dwi Ayuningtyas, Journal Of Islamic Economics Lariba (2017). Vol. 3, Issue 1: 13-22 | * Variabel : * Harga, Rating, Maturitas, Kupon Harga Obligasi Syariah,   Deposito Mudharabah, Kurs Rupiah terhadap US Dollar,   * Metode :   Penelitian Kuantitatif   * Instrument   *Sukuk* Korporasi | * Variabel :   Suku Bunga Deposito, Indeks produksi industri   * Metode :   Analisis pendekatan *Error Correction Model* (ECM)   * Instrument :   Obligasi   * Periode Penelitian :   Januari 2010 - Juli 2015 | * PT PLN, variabel yang mempengaruhi harga obligasi syariah dalam jangka pendek dan panjang adalah SBSN, Indeks Produksi Industri, * PT Indosat variabel yang mempengaruhi harga obligasi syariah dalam jangka pendek adalah Bagi hasil deposito, sedangkan pada jangka panjang adalah suku bunga deposito, bagi hasil deposito mudharabah, dan indeks produksi industri. * PT Bank Muamalat Indonesia; variabel yang mempengaruhi harga obligasi syariah dalam jangka pendek adalah Bagi hasil deposito, SBSN, sedangkan pada jangka panjang variabel yang mempengaruhi bagi hasil deposito, SBSN |
| 4. | Analisis Faktor Spesifik Yang Mempengaruhi Harga  Obligasi Negara Di Bursa Efek Indonesia, Yosi Azizah, Jurnal Fakultas Ekonomi UII Tahun 2015 | * Variabel :   Harga, Obligasi, Kupon, Maturity   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Likuiditas, Tingkat Suku Bunga SBI   * Metode :   Analisis Regresi Berganda   * Instrument :   Obligasi negara   * Periode Penelitian :   Tahun 2011-2014   * Sample: 23 seri obligasi Negara | * Variabel bebas suku Suku bunga SBI memiliki pengaruh yang signifikan dan negatif apabila Suku Bunga SBI tinggi maka harga obligasi akan turun dan sebaliknya * Variabel bebas Likuiditas tidak memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap harga obligasi * Kupon memiliki pengaruh yang signifikan dan positif * *Maturity* memiliki pengaruh yang signifikan dan positif, jika jangka waktu tempo semakin panjang maka harga obligasi juga akan meningkat. |
| 5. | Determinan Faktor-Faktor Harga Obligasi  Perusahaan Keuangan Di Bursa Efek Indonesia, Irawan Dan Cahyo Pramono,  Seminar Nasional dan The 4th Call for Syariah Paper ISSN 2460-0784 Tahun 2015 | * Variabel :   Harga Obligasi, Kurs Dollar   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Likuiditas, Tingka Suku Bunga SBI, Ukuran Perusahaan, *Leverage*   * Metode :   Analisis Regresi Berganda   * Instrument :   Obligasi korporasi   * Periode Penelitian :   Tahun 2013 - 2015 | * Variabel suku bunga berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi dengan arah pengaruh positif * Likuiditas obligasi berpengaruh positif, ini menunujukkan likuiditas obligasi perusahaan juga tinggi menjadi daya tarik investor membeli obligasi yang dapat meningkatkan harga obligasi. * Kurs dollar berpengaruh signifikan dimana saat harga obligasi rendah investor akan lebih memilih investasi valas karena memiliki tingkat keuntungan yang lebih tinggi, begitupun sebaliknya * Suku Bunga, Likuiditas Obligasi, Kurs Dollar Ukuran Perusahaan dan *Leverage* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi. |
| 6. | Analisis Pengaruh Peringkat, Maturitas, Dan Kupon Obligasi Terhadap Harga Obligasi Di Bursa Efek Indonesia, Tri Yanti, Jurnal  Ekonomi dan Bisnis Universitas Tanjungpura Tahun 2016 | * Variabel :   Harga Obligasi, Peringkat, Maturitas, Kupon   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Metode :   Analisis Regresi Berganda   * Instrument :   Obligasi korporasi   * Periode Penelitian :   Tahun 2012-2016   * Sample: Data *:* Obligasi korporasi sebanyak 74 jenis tahun 2012, 96 jenis tahun 2013, 136 jenis tahun 2014, 157 jenis tahun 2015, dan 151 jenis tahun 2016. | * Peringkat tahun 2012 dan 2015 berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga obligasi, peringkat tahun 2013,2014,2015 berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap harga obligasi, dimana obligasi yang tidak pernah mengalami gagal bayar memiliki nilai daripada obligasi lainnya tercermin pada *convexity* yang negatif. * Maturitas tahun 2012, 2016 berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga obligasi, maturitas tahun 2013,2014, 2015 berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga obligasi, dimana semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati oleh investor karena dianggap risikonya semakin kecil. * Kupon obligasi tahun 2012, 2014, 2015 dan 2016 berpengaruh negatif sedangkan tahun 2013 berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap harga obligasi, bila terjadi perubahan tingkat bunga maka harga obligasi yang mempunyai tingkat kupon yang lebih rendah akan relatif lebih berfluktuasi dibandingkan harga obligasi yang tingkat kuponnya lebih tinggi. |
| 7. | Pengaruh Rate Bunga Deposito, Nilai Tukar Rupiah Dan  Besaran Inflasi Terhadap Harga Obligasi Pemerintah  Republik Indonesia (Periode 2009-2013), Eman Sukanto1,Widaryanti, Jurnal Dinamika Ekonomi & Bisnis Unisnu Jepara Vol. 12 No. 2 Oktober 2015 | * Variabel :   Harga Obligasi, Nilai Tukar Rupiah   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Bunga Deposito   * Metode :   Analisis Regresi Berganda   * Instrument :   Obligasi pemerintah   * Periode Penelitian :   Tahun 2009-2013 | * Suku bunga deposito, kurs rupiah dan inflasi baik secara simultan maupun partial berpengaruh terhadap harga obligasi pemerintah. * Waktu paling tepat bagi Pemerintah untuk menerbitkan obligasi dengan harga yang tinggi adalah ketika suku bunga deposito cenderung rendah. * Kondisi kurs stabil dan inflasi yang cenderung rendah, investor bisa mempertimbangkan variabel kurs dan inflasi karena berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi pemerintah. |
| 8. | Inflasi Dan Tingkat Bunga Terhadap  Harga Obligasi Negara Ritel Yang  Diterbitkan Pemerintah, Asih Widajati, Jurnal Keuangan dan Perbankan, Vol. 13, No.1 Januari 2009, hal. 97 – 105 | * Variabel :   Harga Obligasi, Inflasi   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Tingkat Suku Bunga SBI   * Metode :   *Path Analysis*   * Instrument :   Obligasi negara ritel   * Periode Penelitian : * Tahun 2006-2007 | * Inflasi tidak mempunyai hubungan dan pengaruh serta tidak signifikan terhadap tingkat bunga. * Inflasi dan tingkat Bunga SBI berpengaruh negatif secara simultan terhadap harga obligasi. * Secara parsial inflasi tidak mempengaruhi harga obligasi, inflasi mempunyai kecenderungan naik tetapi pemerintah meyakinkan pelaku pasar bahwa kondisi ekonomi Indonesia masih cukup baik sehingga tidak ada alasan fundamental bagi pasar untuk membuat pergerakan negatif. |
| 9. | Analisis Pengaruh Nilai *Sukuk*, Rating *Sukuk*, Dan  Risiko *Sukuk* Terhadap *Last Yield Sukuk*, Dheni Saraswati Almara, Harjum Muharam1, Diponegoro Journal Of Management  Volume 4, Nomor 2, Tahun 2015, Halaman 1-12  Issn (Online): 2337-3792 | * Variabel :   Yield *Sukuk, Rating* *Sukuk*   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Nilai Risiko *Sukuk*,   * Metode :   *value at risk variancecovariance method*.   * Instrument :   *Sukuk* negara ritel   * Periode Penelitian : * Tahun 2008-2011 | * Nilai *sukuk* memiliki koefisien korelasi negatif dan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *last yield sukuk,* dimana nilai *sukuk* diasumsikan sama dengan *earning per share* pada saham sehingga semakin tinggi *outstanding* sukuk maka semakin kecil *yield* yang akan diterima * *Rating sukuk* memiliki koefisien korelasi positif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap *last yield sukuk,* dimana *rating* merupakan salah satu sinyal positif dari emiten kepada investor * risiko *sukuk* memiliki koefisien korelasi negatif dan berpengaruh secara signifikan terhadap *last yield sukuk* |
| 10. | Pengaruh Likuiditas, Waktu Jatuh Tempo, Dan Kupon Terhadap Perubahan Harga Obligasi Korporasi Di Bei,  Luh Putu Savitri Karina Anandasari1  Luh Komang Sudjarni2,  E-Jurnal Manajemen Unud, Vol. 6, No. 6, 2017: 3283-3313 ISSN : 2302-8912 | * Variabel :   Waktu Jatuh Tempo, Kupon   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Perubahan Harga Obligasi, Likuiditas*,*   * Metode :   Analisis regresi linear bergand   * Instrument :   Obligasi Korporasi   * Periode Penelitian : * Tahun 2013-2015 | * Likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap perubahan harga obligasi korporasi, dengan adanya permintaan dan penawaran menyebabkan perubahan harga menjadi semakin meningkat. * Waktu jatuh tempo berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan harga obligasi, jangka waktu yang lama akan menyebabkan risiko obligasi akan semakin meningkat. * Kupon berpengaruh positif signifikan terhadap perubahan harga obligasi korporasi , |
| 11. | Pengaruh Peringkat Obligasi, *Debt To Equity Ratio* Dan Ukuran  Perusahaan Terhadap *Yield To Maturity* Obligasi Korporasi Dengan  Tingkat Suku Bunga Sbi Sebagai Variabel *Moderating,* Bornok Situmorang, Jurnal Terapan Manajemen Dan Bisnis (3/1) 2017 / 42-58 | * Variabel :   *Yield To Maturity (YTM),* Peringkat   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   *Debt To Equity Ratio,* Ukuran  Perusahaan dan Tingkat Suku Bunga SBI   * Metode :   Analisis regresi linear bergand   * Instrument :   Obligasi Korporasi   * Periode Penelitian : * Tahun 2010-2013 | * Peringkat Obligasi tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap *YTM,* banyaknya investor pada pasar obligasi sektor manufaktur yang belum menjadikan Peringkat Obligasi sebagai * bahan pertimbangan utama * *Debt to Equity Ratio* tidak berpengaruh signifikan positif terhadap *YTM* * Ukuran Perusahaan berpengaruh tidak signifikan negatif terhadap *YTM,* dimana kemampuan perusahaan serta kondisi pasar indonesia yang semakin baik yang lebih menjadi daya tarik bagi investor * Tingkat Suku Bunga SBI mempengaruhi *YTM* secara positif signifikan * Ada pengaruh signifikan Peringkat Obligasi, *Debt to equity Ratio* dan pengaruh yang tidak signifikan negatif Ukuran Perusahaan terhadap *YTM* obligasi yang   dimoderasi oleh Tingkat Suku Bunga SBI. |
| 12. | Pengaruh Likuiditas, Jangka Waktu Jatuh Tempo, Dan *Yield* Terhadap Harga Obligasi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia,  Sophia Chotimah Quraisyien Artikel Ilmiah Stie Perbanas Surabaya 2015 | * Variabel :   Harga Obligasi, Waktu Jatuh Tempo, *Yield*   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Likuiditas, SBIS, Deposito Mudharabah, Kurs,  *Rating*   * Metode :   Analisis regresi linear bergand   * Instrument :   Obligasi Korporasi   * Periode Penelitian : * Tahun 2010-2012 | * Likuiditas, jangka waktu jatuh tempo, dan yield secara simultan berpengaruh secara signifikan terhadap harga obligasi. * Secara parsial likuiditas tidak berpengaruh positif signifikan terhadap harga obligasi, dimana likuiditas yang tinggi disebabkan para investor lebih menyukai obligasi yang memiliki harga yang rendah. * Secara parsial yield tidak berpengaruh positif yang signifikan terhadap harga obligasi. * Secara parsial jangka waktu jatuh tempo berpengaruh positif yang signifikan terhadap harga obligasi, dimana semakin lama sisa masa jatuh tempo akan meningkatkan harga obligasi, karena masih terdapat waktu yang lama untuk membuat agar harga obligasi tersebut meningkat. |
| 13. | Analisis Pengaruh *Coupon* (Bunga Obligasi), Jangka Waktu Jatuh Tempo, Dan Liquiditas Obligasi Terhadap Tingkat Perubahan Harga  Obligasi Yang Terdaftar  Di Bursa Efek Indonesia,  Herdy Damena,  Ervita Safitri,  Rini Aprilia, Jurnal Manajemen Stie Mdp 2012 | * Variabel :   Jangka Waktu,   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Tingkat perubahan harga, Likuiditas, SBIS, Deposito Mudharabah, Kurs,  *Yield to Maturity, Rating, Coupon*   * Metode :   Analisis regresi linear bergand   * Instrument :   Obligasi Korporasi   * Periode Penelitian : * Tahun 2010-2012 | * *Coupon,* jangka waktu jatuh tempo dan liquiditas berpengaruh signifikan terhadap perubahan harga obligasi. * *Coupon* berpengaruh positif signifikan terhadap perubahan harga obligasi, dimana obligasi dengan *coupon* tinggi akan menarik minat investor. * Jangka waktu jatuh tempo tidak berpengaruh signifikan dan negatif terhadap perubahan harga obligasi, yaitu semakin pendek jangka waktu suatu obligasi maka semakin kecil resikonya sehingga menarik minat investor * liquiditas berpengaruh positif signifikan terhadap perubahan harga obligasi, dimana penerbit harus memperhatikan likuiditas obligasi karena perubahan harga akan tinggi jika suatu obligasi itu semakin likuid. |
| 14. | Analisis Faktor-Faktor Harga Obligasi  Perusahaan Keuangan Di Bursa Efek Indonesia, Cahyo Pramono, Se, Mm,  Irawan, Se., M.Si, Jurnal Ekonomi Dan Bisnis  Vol. 8 No.1 Juli 2017,  *ISSN:* 2087 - 4669 | * Variabel :   Harga, nilai tukar dolar   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Interest rate, likuiditas obligasi, ukuran dan tingkat *leverage,*   * Metode :   Analisis regresi linear bergand   * Instrument :   Obligasi Korporasi   * Periode Penelitian : * Tahun 2013-2015 | * Suku bunga berpengaruh positif signifikan terhadap harga obligasi, yaitu mempengaruhi tingkat keuntungan dari obligasi * Likuiditas obligasi berpengaruh positif signifikan terhadap harga obligasi, dimana likuiditas tinggi dapat menarik investor * Nilai tukar dolar signifikan berpengaruh negatif terhadap harga obligasi, dimana saat kurs sedang meningkat investor akan lebih memilih investasi pada valas * Ukuran tidak berpengaruh positif signifikan terhadap harga obligasi, dimana ukuran ini menunjukkan total aset perusahaan yang tinggi pula sebagai jaminan. * *Leverage* tidak berpengaruh signifikan serta negatif terhadap harga obligasi, dimana tingginya *Leverage* dapat menjadi *warning* bagi investor. |
| 15. | Pengaruh Harga *Sukuk* Negara Ritel Seri Sr-005, Tingkat Inflasi Dan *Bi Rate* Terhadap Tingkat Permintaan *Sukuk* Negara Ritel Seri Sr-005,  Faizul Rahman, Ardi Paminto, Maryam Nadir,  Jurnal Manajemen, Volume 8, (1), 2016 ISSN Print: 2085-6911, Issn Online: 2528-1518 | * Variabel :   Harga *Sukuk,* Inflasi   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Permintaan *Sukuk*  Variabel BI Rate   * Metode :   Analisis regresi linear berganda   * Periode Penelitian :   Maret 2013 – Februari 2016 | * Harga *sukuk* negara ritel berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap tingkat permintaan *sukuk* negara ritel seri SR-005. * Tingkat inflasi berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel seri SR-005. * BI *Rate* berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel seri SR-005, yaitu ketika BI menaikkan atau menurunkan *BI Rate* akan diikuti juga oleh suku bunga SBI tabungan dan deposito perbankan sehingga investor akan cenderung mencari instrumen investasi yang memberikan imbal hasil lebih besar. |
| 16. | Pengaruh Suku Bunga Terhadap Harga Obligasi Melalui *Yield* Obligasi,  Eka Sari Fitriana ,Suci Rohayati, Jurnal Ilmu Manajemen Volume 1 Nomor 3 Mei 2013 | * Variabel :   Harga, *Yield*   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Suku Bunga Pasar Uang Antar Bank*,*  Metode :  *Path Analysis*   * Instrument :   Obligasi   * Periode Penelitian :   Tahun 2011 | * Suku Bunga (PUAB) Berpengaruh Negatif Terhadap Harga Obligasi dan Berpengaruh Positif Terhadap *Yield* Obligasi*,* dimana ketika suku bunga naik, harga obligasi di pasar jatuh, sehingga meningkatkan *yield* dari obligasi yang lebih tua usianya. * *Yield* Obligasi Berpengaruh Negatif Terhadap Harga Obligasi Pemerintah Seri *Fixed Rate.* |
| 17. | Pengaruh Suku Bunga, Nilai Tukar, *Coupon Rate,* Dan  Likuiditas Obligasi Terhadap Harga Pasar Obligasi Pada  Sektor Keuangan, Ni Putu Giri Kusuma Dewi, Ida Bagus Anom Purbawangsa,  Nyoman Abundanti, E-Jurnal Manajemen Unud, Vol. 5, No. 5, 2016: 2898 - 2927 ISSN : 2302-8912 | * Variabel :   Harga, Nilai Tukar,   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Suku bunga,SBI, Likuiditas, *Coupon Rate*   * Metode :   Analisis regresi linear berganda   * Periode Penelitian :   Tahun 2012-2014 | * Secara parsial suku bunga berpengaruh negatif signifikan terhadap harga pasar obligasi, dimana saat suku bunga yang tinggi akan menarik minat masyarakat untuk menabung sehingga investasi menurun * Nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap harga pasar obligasi, saat dollar amerika menguat rupiah mengindikasikan bahwa pasar valas lebih menarik daripada pasar modal * Likuiditas obligasi berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap harga pasar obligasi, * *Coupon rate* berpengaruh positif signifikan terhadap harga pasar obligasi, dengan *coupon* tinggi dianggap akan memberikan pengembalian yang lebih besar. |
| 18. | Pengaruh Likuiditas, Waktu Jatuh Tempo,Dan Kupon Obligasi Terhadap Harga Obligasi Korporasi Perusahaan Yang Terdaftar Di BEI, Yuliati, Supri Wahyudi Utomo, Juli Murwani,  The 11th FIPA Forum Ilmiah Pendidikan Akuntansi Progam Studi Pendidikan Akuntansi-FKIP-Universitas PGRI Madiun Tahun 2018 | * Variabel :   Harga,   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Likuiditas, *Coupon Rate*   * Metode :   Analisis regresi linear berganda   * Periode Penelitian :   Tahun 2015-2017 | * Likuiditas berpengaruh negatif terhadap harga obligasi, dimana banyak asset perusahaan yang tidak dimanfaatkan, asumsi perusahaan tidak mampu untuk melunasi hutang jangka pendeknya, sehingga investor lebih berhati-hati untuk melakukan transaksi * Waktu jatuh tempo berpengaruh negatif terhadap harga obligasi korporasi, yaitu semakin lama akan memberikan keuntungan yang semakin besar * kupon obligasi tidak berpengaruh terhadap harga obligasi, dimana investor tidak memperhatikan obligasi yang memiliki kupon yang tinggi maupun yang rendah, karena masih menerima penghasilan tetap yang dibayarkan setiap jatuh tempo kupon |
| 19. | Pengaruh Likuiditas , Leverage, Rating Obligasi Syariah , Risiko Obligasi Syariah Terhadap Yield Obligasi Syariah (*Sukuk*),  Linda Noviana,  Grace Tianna Solovida, *Stability Journal Of Management & Business*  Vol 1 No 2 Tahun 2018  ISSN : 2621-850x E-ISSN : 2621-9565 | * Variabel :   *Rating Sukuk, Yield Sukuk*   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Risiko *Sukuk*,   * Metode :   Analisis regresi linear berganda   * Periode Penelitian :   Tahun 2012-2016 | * Likuiditas berkorelasi negatif dengan hasil obligasi syariah namun tidak signifikan. * Leverage berkorelasi positif dengan yield obligasi Islam yang menunjukkan pengaruh positifnya. * Peringkat tersebut menunjukkan korelasi negatif dan dampak signifikan. * Risiko *sukuk* berkorelasi negatif dengan hasil akhir obligasi syariah yang menunjukkan pengaruh negatif |
| 20. | Pengaruh Likuiditas, Kupon, Jangka Waktu Jatuh Tempo  Dan Suku Bunga Pasar Terhadap Harga Pasar Obligasi  Berperingkat Rendah Dan Harga Pasar Obligasi  Berperingkat Tinggi, Endri Purnomo, Novi Puspitasari, Jurnal Relasi Stie Mandala Jember Vol 13, No 1 (2017) | * Variabel :   Harga, Kupon, Waktu Jatuh Tempo   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Likuiditas, Suku Bunga,   * Metode :   Analisis regresi linear berganda   * Periode Penelitian :   Tahun 2011-2015 | * Likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap Harga pasar obligasi, dimana likuiditas obligasi di Indonesia masih sangat rendah jika dibandingkan dengan kawasan asia tenggara, sehingga likuiditas tersebut belum mampu memberikan pengaruh pada harga pasar obligasi. * Kupon tidak berpengaruh signifikan terhadap Harga pasar obligasi berperingkat rendah, dan signifikan terhadap harga pasar obligasi berperingkat tinggi, * Jangka waktu jatuh tempo tidak berpengaruh signifikan terhadap harga pasar obligasi berperingkat tinggi dan rendah. |
| 21. | *Interest Rates and Currencies Effects On Islamic and Conventional Bonds,* Ghazali Syamni, Husaini, Economic Journal of Emerging Markets, August 2010 2(2) | * Variabel :   *Currencies Effects*   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Pertumbuhan *Sukuk* dan Obligasi Konvensional, *Interest Rates*,   * Metode :   Analisis regresi linear berganda dan GARCH model   * Periode Penelitian :   Tahun 2001-2008 | * Tingkat suku bunga dan mata uang tidak mempengaruhi obligasi Islam, sedangkan,suku bunga dan mata uang mempengaruhi obligasi konvensional. * Investor *Sukuk* tidak harus mempertimbangkan tingkat suku bunga dan mata uang, karena secara praktis keuangan syariah menghindari bunga dan riba |
| 22. | *Factors affecting the valuation of corporate bonds,* Edwin J. Elton, Martin J. Gruber, Deepak Agrawal, Christopher Mann, Journal of Banking & Finance 28 (2004) 2747–2767 | * Variabel :   Harga, Peringkat, Kupon   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Umur Obligasi   * Metode :   *Standard Gauss–Newton non-linear least squared methods*   * Periode Penelitian :   Tahun 2014-2015 | Terdapat perbedaan karakter obligasi sehingga memiliki perbedaan harga dalam *market*  serta beberapa faktor penting berikut :   * Kombinasi dari Kategori peringkat antara dua lembaga pemeringkat yaitu S&P dan Moody melalui perhitungan jatuh tempo. * Perbedaan antara peringkat S&P dan Moody. * Adanya perbedaan dalam peringkat obligasi dan peringkat perusahaan penerbit * Kupon pada obligasi. * Kondisi Obligasi baru dan telah diperdagangkan selama lebih dari satu tahun. |
| 23. | *Do Sukuk Issuances’ Characteristics have a Relation to ields and Weighted Average Cost of Capital in Malaysian Capital Market?*,  Noriza Binti Mohd Saad, Mohd Noor Bin Mamat, Dr. and Nor Edi Azhar Binti Mohamad,  Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 8(12) Special 2014, Pages: 47-55, ISSN:1991-8178 | * Variabel :   *Yields,* Tenor (masa waktu),   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   *Coupon rate*, *weighted average cost of capital (WACC),* tipe pembayaran, indeks harga produsen, pertumbuhan penjualan, Jumlah emisi,   * Metode :   *Multivariate regressions*   * Periode Penelitian :   Tahun 2002-2012 | * Hasil menunjukkan adanya hubungan *yield* dengan tenor, tingkat kupon, tipe pembayaran, indeks harga produsen dan pertumbuhan penjualan begitupun dengan WACC ditambah dengan pengaruh jumlah emisi. * Tenor, kupon dan indeks harga produsen penting dalam pengambilan keputusan pembiayaan modal bagi emiten, yaitu semakin lama masa jatuh tempo berdampak pada fluktuasi imbal hasil serta risiko tinggi karena volatilitas pada tingkat kupon dan indeks harga produsen. |
| 24. | *Sovereign Sukuk Pricing Analysis: Do Macroeconomic Variables Matter*?,  Maya Puspa Rahmana,B, Jarita Duasaa,C,  Salina Kassimd And Wan Rahini Aznie Zainudine, *International Journal Of Economics, Management And Accounting* 25, No. 3 (2017): 513-528, The International Islamic University Malaysia   |  | | --- | |  | | * Variabel :   Harga *Sukuk,* Perubahan *Yield*, Inflasi   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   Tingkat Pertumbuhan GDP, Jumlah Uang Beredar   * Metode :   Regresi Data Panel   * Instrument :   Sukuk Pemerintah   * Periode Penelitian :   Tahun 2006 sd 2013 dari data 5 negara di Asia dan Timur Tengah | * Tingkat Inflasi sebagai variabel yang secara signifikan mempengaruhi perubahan yield. * Sejalan dengan Fisher effect theory (Hubungan jangka panjang antara inflasi dan suku bunga), bahwa imbal hasil sukuk akan naik seiring dengan tingkat kenaikan inflasi * Tingkat pertumbuhan GDP dan Jumlah Uang beredar dari suatu negara penerbit *Sukuk* untuk periode penelitian tidak terlalu memiliki pengaruh. |
| 25. | *Valuation Of Government*  *Bonds: The Exchange Rate*  *Is An Important Aspect*, Blanka Francova (2017), Acta Universitatis Agriculturae Et Silviculturae Mendelianae Brunensis, Volume 65 195 Number 6, 2017 | * Variabel :   Harga Obligasi Pemerintah, *Yield, National Exchange Rate*, Inflasi   * Metode :   Penelitian Kuantitatif | * Variabel :   *Risk Free Rate*   * Metode :   Regresi Data Panel   * Instrument :   Obligasi Korporasi   * Periode Penelitian :   Data dari 46 negara periode tahun 2010-2015 | * Inflasi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap harga obligasi * *Exchange rate* berpengaruh positif terhadap harga obligasi * *Yield* lebih mempengaruhi harga obligasi daripada *exchange rate* * *Yield* dan *Exchange rate* memiliki pengaruh yang lebih terhadap *emerging markets* dibandingkan terhadap *developing countries*. |

## Kerangka Pemikiran

Berdasarkan penguraian pada landasan teori maka kerangka pemikiran penelitian ini ada 4 model yaitu sebagai berikut:

* + - 1. Model ke 1
      2. Model ke 2
      3. Model ke 3
      4. Model ke 4

## Hipotesis

Berdasarkan kerangka pemikiran diatas maka dirumuskan hipotesis hubungan antar masing-masing variabel dependen dengan variabel independen sebagai berikut :

## Pengaruh Faktor Makro Ekonomi (Tingkat Imbal Hasil SBIS/Sertifikat Bank Indonesia Syariah dan *Islamic Interbank Rate* Bank Negara Malaysia) terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia

Menurut Sumarna (2016:7724) tingkat suku bunga berpegaruh negatif dan signifikan terhadap perubahan harga obligasi korporasi, hal ini menunjukkan bahwa semakin rendah tingkat suku bunga dapat mempengaruhi peningkatan perubahan harga obligasi sejalan dengan Yosi Azizah (2015:1) yaitu suku bunga SBI memiliki pengaruh yang signifikan dan negatif terhadap harga obligasi. Sementara Imbal Hasil SBIS, perhitungannya mengacu pada tingkat diskonto hasil lelang SBI berjangka waktu sama yang diterbitkan bersamaan dengan penerbitan SBIS, sehingga Imbal Hasil SBIS yang berdasarkan akad jua’lah dapat berpengaruh terhadap harga *Sukuk* Korporasi. Dari teori dan penelitian terdahulu dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Dalam melakukan valuasi pada *sukuk* dengan tingkat profit/bagi hasil yang bervariasisecara tidak langsung akan berhubungan dengan *Islamic Interbank Rate* yang ditawarkan pada Pasar Uang Malaysia (Hossain dkk, 2018:5). Sehingga Bank dan Lembaga Keuangan harus membuat pertimbangan dalam melakukan manajemen keuangan perusahaan baik dalam hal penempatan dana dalam pasar uang maupun pasar modal sehingga akan mempengaruhi keputusan dalam hal portfolio khususnya dalam instrument *sukuk.* Dari teori dan penelitian terdahulu dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H1 : Imbal Hasil SBIS di Indonesia dan Islamic Interbank Rate di Malaysia berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia.

## Pengaruh Faktor Makro Ekonomi (Kurs Rupiah dan Kurs Ringgit Malaysia atas Dolar Amerika Serikat) terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia

Indikator berupa kurs dollar terhadap rupiah berdasarkan penelitian Irawan (2017:270) secara parsial diperoleh koefisien regresi kurs dollar menunjukkan tanda negatif, hal ini mengindikasikan peningkatan pada kurs dollar akan mendorong penurunan pada harga obligasi. Sedangkan menurut Sukanto (2015:147) kurs rupiah terhadap dollar dan inflasi baik secara simultan maupun partial berpengaruh terhadap harga obligasi pemerintah. Dari teori dan penelitian terdahulu dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H2 : Kurs Rupiah terhadap Dollar USD dan Kurs Ringgit Malaysia terhadap Dollar USD berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia

## Pengaruh *Yield to Maturity* terhadap *Fair Price Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia.

Untuk indikator *yield menurut* Fitriana (2013:733) dari nilai koefisien yang bernilai negatif menandakan bahwa *yield* obligasi berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi dengan arah yang berlawanan, artinya ketika *yield* obligasi tinggi maka secara langsung harga obligasi akan turun. Sebaliknya jika *yield* obligasi rendah maka harga obligasi akan naik. Sedangkan Shopia (2015:13) menyatakan bahwa yield tidak mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap harga obligasi. Hal ini berarti bahwa jika yield suatu obligasi tinggi maka harga obligasi belum tentu akan mengalami peningkatan, sedangkan jika *yield* suatu obligasi rendah maka harga obligasi belum tentu akan mengalami penurunan. Dari teori dan penelitian terdahulu dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H3 : *Yield to maturity* di Indonesia dan Malaysia berpengaruh negatif dan signifikan, terhadap *Fair Price Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia

## Pengaruh *Time to Maturity* terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia.

Maturitas *Sukuk* Korporasi dapat dianalisis menggunakan *time to maturity* yaitu jangka waktu jatuh tempo dari *sukuk.* Dalam penelitian Sumarna (2016:7724) menyebutkan bahwa jangka waktu jatuh tempo berpengaruh negatif dan signifikan terhadap perubahan harga obligasi korporasi, hal ini disebabkan karena masa atau periode maturitas yang lama, risiko kejadian buruk yang menyebabkan kinerja perusahaan menurun akan terjadi. Jika risiko obligasi perusahaan meningkat akan menyebabkan penurunan harga obligasi perusahaan. Lain hal menurut Subagia (2015:1451) dimana jangka waktu jatuh tempo berpengaruh positif dan signifikan terhadap perubahan harga obligasi korporasi. Dari teori dan penelitian terdahulu dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H4 : *Time to Maturity* di Indonesia dan Malaysia berpengaruh negatif dan signifikan terhadap terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia.

## Pengaruh *Kondisi Individual Efek* terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia.

## Untuk mengetahui perbedaan nilai *Fair Price* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia, pada beberapa kondisi (model) yang berbeda pada penelitian ini adalah dengan melihat nilai individual efek pada beberapa model yang akan digunakan pada penelitian ini. Adapun hipotesis yang disampaikan adalah sebagai berikut:

H5 : Nilai *Fair Price Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia akan bervariasi, kadang lebih besar Indonesia, kadang lebih besar Malaysia.

# BAB III

# METODE PENELITIAN

## Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian yang dilakukan adalah penelitian dengan pendekatan kuantitatif. Menurut Sugiyono (2014:8) metode penelitian kuantitatif merupakan metode penelitian yang berlandaskan pada filsafat positivisme, digunakan untuk meneliti pada populasi atau sampel tertentu, pengumpulan data menggunakan instrument penelitian, analisis data bersifat kuantitatif atau statistik dan bertujuan untuk menguji hipotesis yang telah disediakan.

Pengembangan *sukuk* di Indonesia diinisiasi oleh sektor swasta melalui penerbitan *sukuk mudharabah* pada tahun 2002 oleh PT Indosat dengan nilai 175 miliar. Perkembangan *sukuk* korporasi di Indonesia pada umumnya merupakan inisiasi dari underwriter, bukan dari korporasi penerbit *sukuk* itu sendiri. Hal ini terjadi akibat kurangnya pemahaman tentang kelebihan dan kelemahan *sukuk* (Ascarya, 2007:25).

Terdapat beberapa tantangan yang dihadapi dalam pengembangan *sukuk* korporasi yaitu tingkat pemahaman pelaku pasar dan masyarakat tentang produk syariah, serta kepatuhan emiten terhadap Peraturan OJK Nomor 18/POJK.04/2015 Pasal 2 Tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk yaitu aset yang menjadi dasar Sukuk (*underlying asset*) wajib tidak bertentangan dengan Prinsip Syariah di Pasar Modal. Sementara itu tantangan lainnya yang menjadi perbedaan dengan *sukuk* negara yaitu dengan adanya mekanisme pemeringkatan *sukuk* korporasi yang diperlukan untuk mencerminkan kemampuan emiten dalam memenuhi kewajibannya, ketentuan tersebut masuk dalam revisi peraturan Bapepam-LK nomor IX.C.11 tentang Pemeringkatan Efek Bersifat Utang dan Sukuk.

Ruang lingkup dalam penelitian ini adalah membahas mengenai pengaruh dari beberapa faktor yang terdiri dari variabel makro ekonomi meliputi Imbal Hasil SBIS (Sertifikat Bank Indonesia Syariah), *Islamic Interbank Rate BNM,* Kurs Rupiah terhadap Dollar, Kurs Ringgit Malaysia terhadap Dollar, *capital structure* dari Emiten *Sukuk* serta faktor yang berhubungan dengan karakteristik *sukuk* korporasi meliputi *Yield to Maturity,* dan *Time to Maturity* terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi yang diperdagangkan di Pasar Modal Syariah Indonesia dan Malaysia periode tahun 2014 sampai dengan tahun 2018.

## Obyek Penelitian

Penelitan menggunakan nonprobability sampling yaitu teknik pengambilan sampel yang tidak memberi peluang/kesempatan sama bagi setiap unsur atau anggota populasi untuk dipilih menjadi sampel (Sugiyono, 2008:66). Teknik sampel yang digunakan yaitu purposive sampling dimana penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2008:68).

Sukuk Korporasi yang menjadi obyek penelitian ini adalah yang mempunyai atau memiliki karakteristik sebagai berikut :

1. Sukuk Korporasi yang masih aktif beredar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Malaysia dan terdaftar histori transaksi serta Fair Price nya di IBPA serta BPAM.
2. Periode penelitian ini adalah dari tahun 2014 sampai dengan tahun 2018.
3. Sukuk Korporasi dengan tahun penerbitan mulai dari triwulan pertama tahun 2014.
4. Sukuk Korporasi dengan masa jatuh tempo diatas triwulan pertama tahun 2019.

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang menerbitkan *sukuk* korporasi terdiri dari jenis *Sukuk* Ijarah, *Sukuk* Mudharabah dan *Sukuk* Wakalah yang terdaftar di PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) dengan tahun perolehan dari tahun 2014 – 2018. Populasi terdiri dari 31 perusahaan penerbit, sebagai berikut :

Tabel 3.1

Populasi Perusahaan Penerbit/Emiten *Sukuk* Korporasi per Tahun 2014-2018

|  |  |
| --- | --- |
| No | Nama Penerbit/Emiten |
| 1 | Adhi Karya (Persero) Tbk, PT |
| 2 | Adira Dinamika Multi Finance Tbk, PT |
| 3 | Adira Dinamika Multi Finance Tbk, PT |
| 4 | Aneka Gas Industri Tbk, PT |
| 5 | Angkasa Pura I (Persero), PT |
| 6 | Bank Brisyariah, PT |
| 7 | Bank Cimb Niaga Tbk, PT |
| 8 | Bank Internasional Indonesia Tbk, PT |
| 9 | Bank Muamalat Indonesia Tbk, PT |
| 10 | Bank Pembangunan Daerah Sulawesi Selatan, PT |
| 11 | Bank Pembangunan Daerah Sumatera Barat, PT |
| 12 | Bank Pembangunan Daerah Sumatera Barat, PT |
| 13 | Bank Syariah Mandiri, PT |
| 14 | Global Mediacom Tbk, PT |
| 15 | Indosat Tbk, PT |
| 16 | Lembaga Pembiayaan Ekspor Indonesia (Indonesia Eximbank) |
| 17 | Lontar Papyrus Pulp & Paper Industry, PT |
| 18 | Mayora Indah Tbk, PT |
| 19 | Medco Power Indonesia, PT |
| 20 | Mitra Adiperkasa Tbk, PT |
| 21 | Permodalan Nasional Madani (Persero), PT |
| 22 | Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT |
| 23 | Ppen Rajawali Nusantara Indonesia, PT |
| 24 | PT Pupuk Kalimantan Timur |
| 25 | Sarana Multi Infrastruktur (Persero), PT |
| 26 | Sarana Multigriya Finansial (Persero), PT |
| 27 | Sumberdaya Sewatama, PT |
| 28 | Summarecon Agung Tbk. PT |
| 29 | Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk, PT. |
| 30 | Timah (Persero) Tbk, PT |
| 31 | Xl Axiata Tbk, PT |

1. *Sumber : [www.ksei.co.id](http://www.ksei.co.id)*

Sukuk Korporasi yang menjadi obyek penelitian di Indonesia adalah sukukkorporasiyang masih aktif di Pasar Modal Syariah Indonesia. Berdasarkan data statistik OJK per Desember 2019, data obyek penelitian di Indonesia adalah sebagai berikut :

Tabel 3.2

SukukKorporasi Ijarah per Tahun 2014-2018 (Indonesia)

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| No | Security Code | Nama *Sukuk* | Penerbit |
| 1 | SIISAT05 | *Sukuk* *Ijarah* Indosat V Tahun 2012 | Indosat Tbk, PT |
| 2 | SIKPPLN03B | *Sukuk* *Ijarah* PLN IV Tahun 2010 Seri B | Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT |
| 3 | SIKPPLN04B | *Sukuk* *Ijarah* PLN V Tahun 2010 Seri B | Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT |
| 4 | SIPPLN01ACN2 | *Sukuk* *Ijarah* Berkelanjutan I PLN Tahap II Tahun 2013 Seri A | Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT |
| 5 | SIPPLN01BCN2 | *Sukuk* Ijarah Berkelanjutan I PLN Tahap II Tahun 2013 Seri B | Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT |
| 6 | SIPPLN01CN1 | *Sukuk* *Ijarah* Berkelanjutan I PLN Tahap I Tahun 2013 | Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT |
| 7 | SISMRA01CN1 | *Sukuk* *Ijarah* Berkelanjutan I Summarecon Agung Tahap I Tahun 2013 | Summarecon Agung Tbk. PT |

Sumber : *[www.ksei.co.id](http://www.ksei.co.id)* dan *[www.ibpa.co.id](http://www.ibpa.co.id)*

Sukuk Korporasi yang menjadi obyek penelitian di Malaysia adalah sukukkorporasiyang masih aktif di Pasar Modal Syariah Malaysia. Berdasarkan data statistik *Bond Pricing Agency Malaysia (BPAM)* per Desember 2019, data obyek penelitian di Malaysia adalah sebagai berikut :

Tabel 3.3

*Sukuk* Korporasi di Malaysia per Tahun 2014-2018

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| No | Seri *Sukuk* Korporasi Malaysia | Jenis *Sukuk* | Penerbit |
| 1 | BESRAYA 5.200% 28.07.2026 | Mudharabah | Besraya Sdn. Bhd. |
| 2 | ENCORP 4.840% 18.11.2021 | Murabahah | Encorp Systembilt Sdn. Bhd |
| 3 | ENCORP 5.300% 18.05.2026 | Murabahah | Encorp Systembilt Sdn. Bhd |
| 4 | SBPC 4.700% 01.07.2022 (SERIES 8) | Murabahah | Sepangar Bay Power Corporation Sdn Bhd |
| 5 | SBPC 4.800% 03.07.2023 (SERIES 9) | Murabahah | Sepangar Bay Power Corporation Sdn Bhd |
| 6 | SBPC 5.000% 03.07.2025 (SERIES 11) | Murabahah | Sepangar Bay Power Corporation Sdn Bhd |
| 7 | TNB NE 4.280% 29.05.2028 | Ijarah, Al Wakalah | TNB Northern Energy Berhad |

Sumber : Data diolah dari [www.bpam.com.my](http://www.bpam.com.my)

## Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data merupakan suatu alat yang digunakan untuk mendapatkan data yang diperlukan dalam penelitian, yaitu metode pengumpulan yang berasal dari :

1. Studi Kepustakaan (*Library Research*)*;* dapat diperoleh dari buku, jurnal serta situs internet resmi.
2. Data Sekunder yang diambil dalam penelitian berupa data *sukuk* yang meliputi informasi yang berhubungan dengan variabel makro ekonomi, data transaksi *sukuk* , *fair price sukuk*, data maturitas *,* data imbal hasil serta data pemeringkatan.Data akan diperoleh dari lembaga-lembaga yang berhubungan dengan Pasar Modal Syariah di Indonesia dan Malaysia, yaitu terdiri dari beberapa sumber berikut :
   * + 1. PT Bursa Efek Indonesia (BEI) : [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)
       2. PT Kustodian Sentral Indonesia (KSEI) : [www.ksei.co.id](http://www.ksei.co.id)
       3. PT Penilai Harga Efek Indonesia (PHEI)/ IBPA (*Indonesia Bond Pricing Agency)* : [www.ibpa.co.id](http://www.ibpa.co.id)
       4. Bank Indonesia (BI) : [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)
       5. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) : [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id)
       6. PT Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO) : [www.pefindo.com](http://www.pefindo.com)
       7. *Securities Commission* Malaysia : <https://www.sc.com.my/>
       8. Bank Negara Malaysia : <http://www.bnm.gov.my/>
       9. *Bond Pricing Agency Malaysia (BPAM)*  : <https://www.bpam.com.my/>
       10. Bursa Malaysia : [http://www.bursamalaysia.com](http://www.bursamalaysia.com/)

## Teknik Analisis Data

Teknik analisis data adalah langkah selanjutnya setelah data diperoleh untuk menunjang penelitian ini dari sampel yang diteliti sudah terkumpul. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi :

## Statistika Deskriptif

Analisis Statistik Deskriptif adalah analisis statistik yang digunakan untuk menganalisa data dengan cara mendeskripsikannya atau menggambarkan data yang telah terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum atau generalisasi (Sugiyono, 2008:29). Data dalam penelitian berasal dari sekunder, dimana data-data tersebut bersumber dari transaksi serta histori harga *sukuk* dari beberapa situs resmi yang berkaitan dengan Pasar Modal Syariahsedangkan untuk variabel ekonomi makro dari data dari situs resmi Bank Indonesia.

## Analisis Model Regresi Panel Dengan Metode GLS

Data panel atau *pooled* data merupakan kombinasi dari data *times series* dan *cross section*, sehingga terdiri dari beberapa objek dan beberapa periode. Menurut Widarjono (2010:9) regresi adalah studi bagaimana satu variabel yaitu variabel dependen dipengaruhi oleh satu atau lebih variabel lain yaitu variabel independen dengan tujuan untuk mengestimasi atau memprediksi nilai rata - rata variabel dependen. Model penelitian ini akan berbentuk sebagai berikut:

Model Penelitian atas *sukuk* korporasi di Indonesia dan Malaysia ada 4 model, yaitu sebagai berikut:

Model 1:

**FAIRPRCit = β0 + β1SBISit + Ԑit**

Dimana:

β0 = *Intercept/*konstanta

FAIRPRCit = Harga Pasar Wajar (*Fair Price) Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia (i) pada periode t (2014-2018)

β1SBISt = Tingkat imbal hasil SBIS di Indonesia dan *Islamic Interbank Rate* Bank di Malaysia pada periode t (2014-2018)

Ԑit = *error term* model pada unit observasi ke-*i* dan waktu ke- *t*

Model 2:

**FAIRPRCit = β0 + β1KURSit + Ԑit**

Dimana:

β0 = *Intercept/*konstanta

FAIRPRCit = Harga Pasar Wajar (*Fair Price) Sukuk* Korporasi di Indonesia dan

Malasia (i) pada periode t (2014-2018)

ΒiKURSt = Kurs rupiah dan ringgit Malaysia terhadap dollar pada periode t (2014-

2018)

Ԑit = *error term* model pada unit observasi ke-*i* dan waktu ke- *t*

Model 3:

**FAIRPRCit = β0 + β1YTMit + Ԑit**

Dimana:

β0 = *Intercept/*konstanta

FAIRPRCit = Harga Pasar Wajar (*Fair Price) Sukuk* Korporasi di Indonesia dan

Malasia (i) pada periode t (2014-2018)

β4YTMit = *Yield to maturity* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia pada

periode t (2014-2018)

Ԑit = *error term* model pada unit observasi ke-*i* dan waktu ke- *t*

Model 4:

**FAIRPRCit = β0 + β1TTMit + Ԑit**

Dimana:

β0 = *Intercept/*konstanta

FAIRPRCit = Harga Pasar Wajar (*Fair Price) Sukuk* Korporasi di Indonesia dan

Malasia (i) pada periode t (2014-2018)

Β5TTMit = *Time to maturity* *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia pada

periode t (2014-2018)

Ԑit = *error term* model pada unit observasi ke-*i* dan waktu ke- *t*

Metode estimasi model regresi dengan menggunakan data panel metode GLS dapat dilakukan melalui 3 pendekatan metode/model yaitu sebagai berikut :

1. *Pooled Least Square* (PLS) atau *Common Effect Model* (CEM) Metode GLS

Model *Common Effect* adalah model estimasi yang menggabungkan data *time series* dan data *cross section* dengan menggunakan pendekatan *Ordinary Least Square* (OLS) untuk mengestimasi parameternya. Dalam pendekatan ini tidak memperhatikan dimensi individu maupun waktu sehingga perilaku data antar perusahaan diasumsikan sama dalam berbagai kurun waktu. Yang membedakan antara data panel konvensional dan metode GLS adalah kalau pada data panel konvensional itu tanpa pembobotan, sedangkan kalau data panel metode GLS adalah dengan pembobotan. Bentuk persamaan model *Common Effect* adalah sebagai berikut (Sriyana, 2014;108):

|  |
| --- |
| Yit =β0 +β1X1it +β2X2it +eit |

Keterangan :

Yt = variabel dependen ; X= variabel independen

*i* = *cross section* (banyaknya observasi); *t = time series* (banyaknya waktu)

1. *Fixed Effect Model* ( FEM )

Teknik Model *Fixed Effect* adalah teknik mengestimasi data panel dengan menggunakan variabel *dummy* untuk menangkap adanya perbedaan intersep. Pengertian *Fixed Effect* ini didasarkan adanya perbedaan intersep antara perusahaan namun intersepnya sama antar waktu (*time in variant*). Di samping itu, model ini juga mengasumsikan bahwa koefisien regresi (*slope*) tetap antar perusahaan dan antar waktu.

*Fixed effect* menambahkan model *dummy* dengan melakukan estimasi dengan metode LSDV (*Least Square Dummy Variable)* untuk mengizinkan adanya perubahan intercept. Yang membedakan antara data panel konvensional dan metode GLS adalah kalau pada data panel konvensional itu tanpa pembobotan, sedangkan kalau data panel metode GLS adalah dengan pembobotan. (Sriyana, 2014;125). Persamaan *Fixed Effect* ditulis :

|  |
| --- |
| Yit =β0 +β1X 1it +β3D1i + β4 D2i +...eit |

Keterangan : i = 1,2,…,n *t* = 1,2,…,t *D* = dummy

Pada olah data dengan data panel metode GLS ini, tidak dapat dilakukan uji model dengan metode REM (random Effect Model), dikarenakan pada random effect model ini sudah dilakukan pembobotan pada model, sehingga tidak bisa lagi dilakukan pembobotan dua kali pada model.

## Uji Pemilihan Model Data Panel Metode GLS

1. Uji *Chow*

Uji *Chow* menguji kesamaan koefisien dengan melihat hasil observasi yang sedang kita teliti, dapat dikelompokkan menjadi dua atau lebih kelompok yang merupakan subyek proses ekonomi yang sama. Rumus dalam uji *Chow* adalah sebagai berikut (Ajija dkk, 2019:53) :

|  |
| --- |
|  |

Keterangan :

= R2 model PLS = R2 model FE

n = jumlah sample

m = jumlah *restricted variable*

k = jumlah variabel penjelas

Uji *Chow* yaitu pengujian menentukan model yang digunakan *Pooled Least Square Effect* atau *Fixed Effect* digunakan untuk pengambilan keputusan uji *Chow* adalah sebagai berikut:

H0 = Model *pooled least Square Effect* (OLS)

H1 = Model *fixed effect*

F hitung > F tabel, maka hipotesis yang diajukan H0 ditolak yang berarti model yang paling tepat digunakan adalah *fixed effect.*Sedangkan, F hitung < F tabel, maka hipotesis yang diajukan H0 diterima yang berarti model yang digunakan adalah *common effect model*.

## Uji Pemilihan Model Data Panel

* 1. Uji Hausman

Uji Hausman adalah pengujian statistik untuk memilih apakah model *Fixed Effect* atau *Random Effect* yang paling tepat digunakan. Uji ini dikembangkan oleh Hausman dengan didasarkan pada ide bahwa LSDV di dalam metode *Fixed Effect* GLS adalah efisien sedangkan model OLS adalah tidak efisien, dilain pihak alternatifnya metode OLS efisien dan GLS tidak efisien (Widarjono, 2017:364).

Hipotesis Nol uji Hausman adalah sebagai berikut :

H0 : *Random Effect Model*

H1 : *Fixed Effect Model*

* 1. Uji *Lagrange* *Multiplier*

Uji *Lagrange* *Multiplier* adalah pengujian untuk menentukan model *common effect* atau *random effect* yang paling tepat digunakan dalam mengestimasi data panel. Uji *Lagrange* *Multiplier* dikembangkan oleh Breusch-Pagan, dimana untuk menguji signifikasi model *random effect* didasarkan pada nilai residual dari metode OLS (Widarjono, 2017:363). Adapun nilai statistik LM dihitung berdasarkan formula sebagai berikut :

|  |
| --- |
| -1) ² |

Keterangan :

n = jumlah individu

F = jumlah periode waktu

= residual metode OLS

adapun hipotesis dalam Uji *Lagrange* *Multiplier* adalah sebagai berikut :

H0 = Model *common effect*

H1 = Model *random effect*

Jika nilai probabilitas > *level of significant* (5%), maka H0 diterima

Jika nilai probabilitas < *level of significant* (5%), maka H0 ditolak

## Pengujian Hipotesis

1. Uji Signifikasi Parameter Individual ( Uji t ) dan Uji Probabilitas t

Uji t merupakan pengujian terhadap koefisien dari variabel penduga atau variabel bebas koefisien penduga perlu berbeda dari nol secara signifikansi atau *p - value* sangat kecil. Uji t dapat dilakukan dengan cara membandingkan nilai hasil uji t statistik dengan uji t tabel. Konsep ini membandingkan α dengan nilai *p - value*. (Ajija,dkk 2011:34). Uji t digunakan untuk menguji signifikan pengaruh masing - masing variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Menentukan nilai t tabel sebesar 5 % dengan derajat kebebasan ( *degree of freedom)* df = ( n - k ) dimana n adalah jumlah observasi, k adalah jumlah variabel termasuk intersep. Kriteria uji yang dilakukan adalah :

Jika t - hitung > nilai t maka H0 ditolak

Jika t - hitung < nilai t maka H0 diterima

Jika menolak H0 atau menerima Ha berarti secara statistik variabel independen signifikan atau mempengaruhi variabel dependen dan jika menerima H0 atau menolak Ha berarti secara statistik variabel independen tidak signifikasi mempengaruhi variabel dependen. Uji Probabilitas t adalah uji untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen itu signifikan atau tidak. Adapun caranya adalah dengan melihat pada nilai P value pada variabel independen yang di uji. Apabila nila P value-nya lebih kecil dari α (5 % = 0,05), maka berarti variabel independen tersebut berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen atau sebaliknya (Widarjono, 2013,65).

1. Uji *Goodness of Fit* ( Uji F)

Uji F atau model secara keseluruhan dilakukan untuk melihat apakah semua koefisien regresi berbeda dengan nol atau model diterima. Uji F dapat dilakukan dengan cara membandingkan nilai hasil uji F statistik dengan uji F tabel. Cara relatif lebih mudah dilakukan karena tersedia pada menu Eviews. Konsep ini membandingkan α dengan nilai p - value ( Ajija,dkk, 2011:34)

Uji ini digunakan untuk mengetahui apakah model regresi dapat digunakan untuk mempengaruhi variabel bebas secara simultan atau tidak. Menentukan nilai F tabel sebesar 5 % dengan derajat kebebabasan (*degree of freedom*) df = (n-k) dimana n adalah jumlah observasi, k adalah jumlah variabel termasuk intersep dengan kriteria uji yang dilakukan adalah :

Jika F - hitung > F- tabel (α ; n-k ; k-1), maka H0 ditolak

Jika F - hitung < F- tabel (α ; n-k ; k-1), maka H0 diterima

Dalam pengambilan keputusan apakah menerima H0 atau menolak H0 bisa dilihat dari besarnya probabilitas yang menunjukkan besarnya α. Dari perhitungan Eviews dapat dilihat bahwa probabilitasnya sangat kecil yaitu 0,0000% sehingga keputusan adalah menolak H0 atau menerima Ha (Widarjono, 2013).

1. Uji Koefisien Determinasi ( *R2*)

Uji *R2* menunjukkan kemampuan garis regresi menerangkan variasi variabel terikat yang dapat dijelaskan oleh variabel bebas. Nilai atau adjusted R-squared berkisar antara 0 sampai 1, semakin mendekati 1 maka semakin baik. Dalam penelitian determinasi (*R2*) dari hasil regresi berganda menunjukkan seberapa besar variabel dependen bisa dijelaskan oleh variabel-variabel bebasnya. (Ajija,dkk, 2011:34). Nilai determinasi yang kecil berarti kemampuan variable-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen sangat terbatas. Sedangkan nilai koefisien determinasi yang mendekati 1 berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel dependen (Widarjono, 2009:26).

## Operasional Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan dua variabel penelitian yaitu variabel terikat (*dependent variable*) dan variabel bebas (*independent variable*).

1. Variabel Terikat (*Dependent Variable)*

Variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah Fair Price Sukuk Korporasi di Indonesia dan Malaysia dengan proksi nilai rata-rata korporasi yang sudah mengeluarkan sukuk dari tahun 2014 sampai dengan 2018, di Indonesia dan malaysia.

1. Variabel Bebas (*Independent Variable)*

Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini yaitu meliputi :

1. Imbal Hasil SBIS (Sertifikat Bank Indonesia Syariah) dan *Islamic Interbank Rates* Bank Negara Malaysia
2. Kurs Rupiah terhadap Dollar USD dan Kurs Ringgit Malaysia terhadap Dollar USD
3. *Yield to maturity* dari *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia
4. *Time to maturity* dari *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia

Berikut dibawah ini merupakan tabel yang menjabarkan lebih jelas mengenai Definisi Operasional Variabel dari penelitian ini :

Tabel 3.4

Definisi Operasional Tabel

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| No | Indikator Variabel | Definisi | Skala | Pengukuran |
| 1. | *Fair Price* IBPA *Sukuk* Korporasi | Harga wajar dari *sukuk* yang digunakan sebagai acuan transaksi efek bersifat utang, penilaian aset, acuan lelang surat utang negara, acuan dalam kegiatan audit, serta acuan dalam penilaian kinerja portofolio. | Rasio | Rata-rata *fair price* per triwulan dalam persentase |
| 2. | Imbal Hasil SBIS | Tingkat imbal hasil dari instrument BI yang sesuai syariah biasa digunakan bank syariah untuk sarana penitipan jangka pendek. | Rasio | Rata-rata tingkat imbal hasil per triwulan dalam persentase |
| 3. | *Islamic Interbank Rate* | Tingkat imbal hasil antar bank syariah berupa tingkat rata-rata tertimbang harian | Rasio | Rata-rata tingkat *Islamic Interbank* per triwulan dalam persentase |
| 5. | Kurs Dollar | Nilai tukar rupiah dan ringgit Malaysia terhadap dollar USD berupa hasil nilai tengah dari kurs jual dan kurs beli yang dipublikasikan oleh Bank Indonesia dan Bank Negara Malaysia. | Rasio | Rata-rata nilai tukar per triwulan dalam satuan Rp/$ dan RM/$ |
| 6. | *Capital Structure of Emiten* | *Debt to Equity Ratio* (DER) digunakan sebagai indikator struktur modal | Rasio | Rata-rata *DER* per triwulan |
| 6. | *Coupon Rate* | Besarnya pendapatan tetap yang akan diterima dalam sejumlah periode  kupon selama umur  dari *sukuk*. | Rasio | Tingkat Kupon per periode *sukuk* dalam persentase |
| 7. | *Yield to Maturity* | Tingkat pegembalian atau pendapatan yang akan diperoleh bila memiliki *sukuk* sampai jatuh tempo | Rasio | Rata-rata *yield* per triwulan |
| 9. | *Time to Maturity* | Sisa masa jatuh tempo pembayaran nilai pokok *sukuk* yang diukur dengan menggunakan jangka waktu jatuh tempo. | Rasio | Jumlah tahun dari sisa masa jatuh tempo |

**BAB IV**

# HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

## Gambaran Umum Penerbit dan *Sukuk* Korporasi Indonesia

## PT Indosat Tbk

Emiten didirikan dengan nama PT Indonesian Satellite Corporation sebagai Perseroan Terbatas menurut dan berdasarkan peraturan perundang-undangan Republik Indonesia yang memiliki status sebagai perusahaan Penanaman Modal Asing berdasarkan Undang-Undang No. 1 Tahun 1967 sebagaimana diubah dengan Undang-Undang No. 11 Tahun 1970 tentang Penanaman Modal Asing. Indosat sebagai salah satu perusahaan penyedia jasa telekomunikasi dan jaringan telekomunikasi di Indonesia yang menawarkan saluran komunikasi untuk pengguna telepon genggam dengan pilihan prabayar maupun pascabayar serta jasa lain berupa saluran komunikasi via suara untuk telepon tetap (*fixed*) termasuk sambungan langsung internasional IDD (*International Direct Dialing*).

Penerbitan sukuk pertama kali di Indonesia dilakukan oleh PT Indosat Tbk (ISAT) pada tahun 2002. Penerbitan UU SBSN sendiri baru dilakukan pada tahun 2008, dan hingga kini penerbitan Sukuk Negara dilakukan secara regular baik di pasar domestik maupun internasional. Penerbitan sukuk Negara dilakukan untuk kepentingan pembiayaan proyek infrastruktur.

Penerbitan *Sukuk* *Ijarah* Indosat V Tahun 2012 dilakukan dengan tujuan menghimpun dana investor dimana Seluruh dana yang diperoleh dari Penawaran Umum Sukuk Ijarah setelah dikurangi dengan biaya Emisi dipergunakan oleh Emiten untuk pembelian BSS (Base Station Subsystem) yang bertujuan untuk menambah kapasitas di area kerja Indosat dengan trafik tinggi dan memperluas jangkauan jaringan sebagai upaya untuk mengakuisisi pelanggan baru.

## PT PLN (Perusahaan Listrik Negara) (Persero) Tbk

Pada tahun 1972, sesuai dengan Peraturan Pemerintah No. 17, status Perusahaan Listrik Negara (PLN) ditetapkan sebagai Perusahaan Umum Listrik Negara dan sebagai Pemegang Kuasa Usaha Ketenagalistrikan (PKUK) dengan tugas menyediakan tenaga listrik bagi kepentingan umum. Seiring dengan kebijakan Pemerintah yang memberikan kesempatan kepada sektor swasta untuk bergerak dalam bisnis penyediaan listrik, maka sejak tahun 1994 status PLN beralih dari Perusahaan Umum menjadi Perusahaan Perseroan (Persero) dan juga sebagai PKUK dalam menyediakan listrik bagi kepentingan umum hingga sekarang

Penerbitan *Sukuk* *Ijarah* PLN IV Tahun 2010 Seri B dan *Sukuk* *Ijarah* PLN V Tahun 2010 Seri B digunakan untuk kegiatan investasi jaringan transmisi di Pulau Sumatra dan/ atau Jawa, dan/atau Bali, dan/atau Sulawesi, dan/atau Maluku, dan/atau Papua, dan/atau interkoneksi di antaranya, dan/atau jaringan distribusi tenaga listrik di Pulau Jawa dan/atau Bali. Sedangkan penerbitan *Sukuk* *Ijarah* Berkelanjutan I PLN Tahap II Tahun 2013 Seri A, *Sukuk* Ijarah Berkelanjutan I PLN Tahap II Tahun 2013 Seri B dan *Sukuk* *Ijarah* Berkelanjutan I PLN Tahap I Tahun 2013 sebagai lanjutan dari *sukuk* sebelumnya dimana terdapat beberapa tambahan wilayah yaitu seluruhnya akan digunakan untuk kegiatan investasi-investasi pembangkit, dan/atau jaringan transmisi di Pulau Sumatera dan/atau Jawa, dan/atau Bali, dan/atau Nusa Tenggara, dan/atau Kalimantan dan/atau Sulawesi, dan/atau Maluku, dan/atau Papua, dan/atau interkoneksi di antaranya, dan/atau jaringan distribusi tenaga listrik di Pulau Sumatera dan/atau Jawa, dan/atau Bali, dan/atau Nusa Tenggara, dan/atau Kalimantan dan/atau Sulawesi, dan/atau Maluku, dan/atau Papua. Penggunaan dana hasil penawaran umum Sukuk Ijarah tidak bertentangan dengan prinsip syariah di Pasar Modal sebagaimana POJK nomor 18/POJK.04/2015.

Sebagai emiten yang banyak menerbitkan *sukuk,* informasi terbaru PT Perusahaan Listrik Negara (PLN) segera menerbitkan obligasi Rp 4,81 triliun dan sukuk ijarah Rp 115,50 miliar. Obligasi dan sukuk ijarah berkelanjutan III PLN tahap VI tahun 2020 ini merupakan bagian dari obligasi berkelanjutan III PLN dengan total nilai Rp 16 triliun dan sukuk ijarah berkelanjutan III PLN dengan total nilai Rp 4 triliun.

## PT. Summarecon Agung Tbk

PT. Summarecon Agung Tbk ("Summarecon") didirikan pada tahun 1975 oleh Bapak Soetjipto Nagaria dan rekan-rekannya untuk melakukan pembangunan dan pengembangan real estat. Dimana Summarecon mengembangkan kota-kota yang mengintegrasikan pengembangan perumahan dengan perkembangan komersial yang didukung dengan berbagai fasilitas lengkap dan lengkap untuk penduduk kota-kota tersebut. Summarecon telah mengembangkan keahlian di seluruh rantai nilai real estat; meliputi pengembangan, arsitektur, teknik, manajemen proyek dan konstruksi, perencanaan kota, infrastruktur, teknologi desain berkelanjutan, manajemen kota dan lingkungan, dan manajemen properti.

Penerbitan *Sukuk* *Ijarah* Berkelanjutan I Summarecon Agung Tahap I Tahun 2013 digunakan untuk pengembangan usaha di bidang properti di Bandung dan/atau Bogor dan/atau Bekasi dan/atau wilayah lainnya di Jawa Barat dan/atau Tangerang dan/atau Sulawesi dan/atau Yogyakarta dan/atau Jawa Tengah dan/atau Jawa Timur dan/atau Sumatera Selatan dan/atau Kalimantan baik melalui perseroan maupun Entitas anak, yang dapat dilakukan dengan pengembangan proyek baru, maupun akuisisi lahan dan/atau bangunan .

## Gambaran Umum Penerbit dan *Sukuk* Korporasi Malaysia

## Besraya Sdn Bhd

Besraya Sdn. Bhd. Menyediakan layanan pembangunan infrastruktur. Perusahaan ini menawarkan desain dan konstruksi jalan raya, jalan, dan alun-alun tol. *Sukuk* Korporasi yang diterbitkan merupakan perjanjian terlibatnya Besraya dalam operasi jalan tol di bawah proyek privatisasi yang diberikan oleh Pemerintah Malaysia.

## Encorp Systembilt Sdn Bhd

Encorp Systembilt Sdn. Bhd beroperasi sebagai entitas dengan tujuan khusus. Perusahaan dibentuk dengan tujuan menerbitkan surat utang untuk membayar kembali fasilitas kredit yang ada, pinjaman kembali, dan untuk tujuan akuisisi.

*Sukuk* Korporasi yang diterbitkan merupakan hasil dari perjanjian Pemerintah Malaysia dan perusahaan Encorp Systembilt Sdn Bhd yang mengadakan konsesi tertanggal 9 februari 1998 sehubungan dengan desain, konstruksi dan penyelesaian 10.000 unit tempat tinggal guru, yang menetapkan bahwa pemerintah akan membayar tempat tinggal guru melalui pembayaran konsesi atas konsesi periode yang akan berakhir pada tahun 2028

## SBPC

Sepangar Bay Power Corporation Sdn Bhd merupakan perusahaan yang mentransmisikan dan menghasilkan energi listrik. *Sukuk* Korporasi yang diterbitkan digunakan untuk mendukung aktivitas utama dari emiten yaitu pekerjaan desain, konstruksi, operasi dan pemeliharaan gabungan pembangkit listrik siklus, pembangkitan dan penjualan listrik energi dan kapasitas pembangkit listrik

## TNB Northern Benergy Berhad

Perusahaan ini didirikan terutama untuk membangun pembangkit listrik tenaga gas 1.071 MW di Seberang Perai Tengah, Seberang Perai, Pulau Pinang, Malaysia. TNB Northern Energy Berhad menyediakan layanan pembangkit listrik. *Sukuk* Korporasi yang diterbitkan digunakan untuk mendukung aktivitas utama perusahaan dalam kegiatan menghasilkan dan memasok listrik dan penanganan hal-hal lain yang berkaitan dengan listrik di Malaysia.

## Gambaran Umum Pasar Modal Syariah di Indonesia

Pasar modal di Indonesia diatur dalam Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM) sedangkan terminologi pasar modal syariah dapat diartikan sebagai kegiatan dalam pasar modal sebagaimana yang diatur dalam UUPM yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Oleh karena itu, pasar modal syariah bukanlah suatu sistem yang terpisah dari sistem pasar modal secara keseluruhan. Secara umum kegiatan Pasar Modal Syariah tidak memiliki perbedaan dengan pasar modal konvensional, namun merupakan pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah/ sarana atau tempat bertemunya penjual dan pembeli instrumen keuangan syariah, dalam transaksinya berpedoman pada ajaran islam, serta menjauhi hal-hal yang dilarang (Rodoni, 2009 : 62).

Sebagai bagian dari sistem Pasar Modal Indonesia, kegiatan di Pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah juga mengacu kepada Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal serta peraturan pelaksananaannya yang terkait pasar modal syariah khususnya instrument *sukuk*, yaitu terdiri dari:

1. [POJK Nomor 15/POJK.04/2015](https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/regulasi/peraturan-pasar-modal-syariah/Pages/pojk-15-penerapan-prinsip-syariah-di-pasar-modal.aspx)tentang Penerapan Prinsip Syariah di Pasar Modal
2. [POJK Nomor 18/POJK.04/2015](https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/regulasi/peraturan-pasar-modal-syariah/Pages/POJK-Nomor-18POJK042015-Penerbitan-Persyaratan-Sukuk.aspx) tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk;
3. [POJK Nomor 53/POJK.04/2015](https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/regulasi/peraturan-pasar-modal-syariah/Pages/akad-akad-yang-digunakan-dalam-penerbitan-efek-syariah-di-pasar-modal-2.aspx) Tentang Akad yang Digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah di Pasar Modal
4. [POJK Nomor 3/POJK.04/2018](https://www.ojk.go.id/id/regulasi/Documents/Pages/Perubahan-atas-POJK-Nomor-18-POJK.04-2015-tentang-Penerbitan-dan-Persyaratan-Sukuk/POJK%203-2018.pdf) Tentang Perubahan atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 18/POJK.04/2015 Tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk

Perkembangan pasar modal syariah yang dinamis dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi negara khususnya Indonesia yang merupakan negara dengan populasi masyarakat Muslim  terbesar di dunia dimana pangsa pasar industri keuangan syariahnya telah mencapai 8,47 % per Juni 2018 ([www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id)). Sementara itu guna mendorong terciptanya Pasar Modal khususnya Pasar Modal Syariah dengan kondisi pasar yang objektif, adil, dan transparan, pemerintah mengeluarkan beberapa regulasi yang dinilai penting berkaitan dengan ketentuan penggunaan Harga Pasar Wajar/*Fair Price* dalam kegiatan transaksi maupun pelaporan Lembaga Keuangan dan produk investasi Reksadana, sehingga diperlukan kajian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi penilaian *fair price sukuk* korporasi*.*

## Analisis Statistik Deskriptif

Data statistik dalam penelitian berasal dari data sekunder berupa transaksi serta histori harga *sukuk* dari beberapa situs resmi yang berkaitan dengan Pasar Modal SyariahIndonesia dan Malaysia serta situs lainnya yang berhubungan dengan variabel makroekonomi.

## *Fair Price Sukuk* Korporasi

Harga Pasar Wajardikeluarkan oleh Lembaga Penilaian Harga Efek yang dikenal dengan *fair price*. Adapun data statistik *fair price* merupakan rata-rata *fair price* *sukuk* periode triwulan pertama tahun 2014 s.d triwulan keempat tahun 2018 yang dijabarkan secara statistik deskriptif sebagai berikut :

Tabel 4.1

Statistik Deskriptif *Fair Price* *Sukuk* Korporasi Indonesia per Triwulan I Tahun 2014 sd Triwulan IV Tahun 2018 (dalam %)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Seri *Sukuk* Korporasi Indonesia | Mean | Median | Minimum | Maximum |
| SIISAT05 | 98.15 | 99.11 | 93.16 | 102.32 |
| SIKPPLN03B | 109.31 | 109.8 | 104.46 | 111.82 |
| SIKPPLN04B | 103.98 | 103.75 | 98.87 | 110.41 |
| SIPPLN01ACN2 | 99.45 | 100.09 | 96.19 | 102.13 |
| SIPPLN01BCN2 | 100.09 | 100.02 | 93.86 | 108.23 |
| SIPPLN01CN1 | 95.63 | 96.58 | 89.41 | 101.71 |
| SISMRA01CN1 | 101.35 | 101.7 | 98.99 | 102.78 |

*Sumber : Data diolah dari [www.ibpa.co.id](http://www.ibpa.co.id)*

Tabel 4.1 diatas menunjukkan rata-rata *fair price sukuk* korporasi Indonesiadimana yang terendah adalah *sukuk* SIPPLN01CN1dengan nilai 89.41%, sedangkan rata-rata *fair price* tertinggi yaitu *sukuk* SIKPPLN03B dengan nilai 111.82%. Nilai mean terendah adalah 95.63% dari *sukuk* SIPPLN01CN1, untuk tertinggi 109.31% dari *sukuk* SIKPPLN03B. Sedangkan untuk nilai median terendah adalah 96.58% dari *sukuk* SIPPLN01CN1, untuk tertinggi 109.80% dari *sukuk* SIKPPLN03B.

Tabel 4.2 Statistik Deskriptif *Fair Price* *Sukuk* Korporasi Malaysia

per Triwulan I Tahun 2014 sd Triwulan IV Tahun 2018 (dalam %)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Seri *Sukuk* Korporasi Malaysia | Mean | Median | Minimum | Maximum |
| BESRAYA 5.200% 28.07.2026 | 102.06 | 102.68 | 99.00 | 104.66 |
| ENCORP 4.840% 18.11.2021 | 101.28 | 101.06 | 100.64 | 102.10 |
| ENCORP 5.300% 18.05.2026 | 103.77 | 103.80 | 102.01 | 105.93 |
| SBPC 4.700% 01.07.2022 (SERIES 8) | 100.57 | 100.91 | 99.34 | 102.13 |
| SBPC 4.800% 03.07.2023 (SERIES 9) | 100.79 | 101.08 | 99.87 | 101.42 |
| SBPC 5.000% 03.07.2025 (SERIES 11) | 101.81 | 101.91 | 100.25 | 103.34 |
| TNB NE 4.280% 29.05.2028 | 95.57 | 95.91 | 91.50 | 97.95 |

*Sumber : Data diolah dari [www.bpam.com.my](http://www.bpam.com.my)*

Tabel 4.2 diatas menunjukkan rata-rata *fair price sukuk* korporasi Malaysiayang terendah adalah *sukuk* TNB NE 4.280% 29.05.2028dengan nilai 91.5%, sedangkan yangtertinggi yaitu *sukuk* ENCORP 5.300% 18.05.2026 dengan nilai 105.93%. Nilai mean terendah adalah 95.57% dari *sukuk* TNB NE 4.280% 29.05.2028, untuk tertinggi 103.77% dari *sukuk* ENCORP 5.300% 18.05.2026. Sedangkan untuk nilai median terendah adalah 95.51% dari *sukuk* TNB NE 4.280% 29.05.2028, untuk tertinggi 103.8% dari *sukuk* ENCORP 5.300% 18.05.2026.

## Tingkat Imbal Hasil SBIS

SBIS sebagai instrumen BI dapat digunakan oleh bank syariah yang mempunyai kelebihan likuiditas sebagai sarana penitipan dana jangka pendek. Perhitungan besaran tingkat imbalan yang diperoleh Sertifikat Bank Indonesia Syariah mengacu pada tingkat diskonto hasil lelang Sertifikat Bank Indonesia (SBI) berjangka waktu sama yang diterbitkan bersamaan dengan penerbitan SBIS. Adapun data rata-rata tingkat imbal hasil SBIS dari triwulan pertama tahun 2014 s.d triwulan keempat tahun 2018 adalah sebagai berikut :

Grafik 4.1

Rata-rata Tingkat Imbal Hasil SBIS per Triwulan dari tahun 2014-2018

*Sumber : Data diolah dari [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)*

Dapat dilihat pada Grafik 4.1 bahwa pada triwulan pertama tahun 2014 imbal hasil SBIS sebesar 7.15%, triwulan pertama tahun 2015 menurun menjadi sebesar 6.75% begitupun pada triwulan pertama tahun 2016 imbal hasil SBIS menurun kembali menjadi 6.70 %. Tren inflasi tetap menurun pada triwulan pertama tahun 2017 dan tahun 2018 yaitu sebesar 6.02 % dan 5.27 %. Posisi akhir tahun 2018 imbal hasil SBIS meningkat menjadi 6.86%. Tingkat imbal hasil SBIS tertinggi yaitu pada triwulan pertama tahun 2014 sebesar dan 7.15%, dan terendah pada triwulan pertama tahun 2018 sebesar 5.27 %.

## *Islamic Interbank Rate*

*Islamic Interbank Rate* merupakan tingkat imbal hasil antar bank syariah berupa tingkat rata-rata tertimbang harian dari investasi antar-bank Mudharabah di *Islamic Interbank Money Market* Kuala Lumpur. Adapun data rata-rata *Islamic Interbank Rate* dari triwulan pertama tahun 2014 s.d triwulan keempat tahun 2018 adalah sebagai berikut :

Grafik 4.2

Rata-rata *Islamic Interbank Rate* per Triwulan dari tahun 2014-2018

*Sumber : Data diolah dari [www.bnm.gov.my](http://www.bnm.gov.my)*

Grafik 4.2 menunjukkan bahwa pada triwulan pertama tahun 2014 *Islamic Interbank Rate* sebesar 2.94% sekaligus sebagai titik terendah dari seluruh periode, triwulan pertama tahun 2015 lebih tinggi menjadi sebesar 3.20% dan tetap dengan nilai yang sama pada triwulan pertama tahun 2016, lalu menurun kembali pada triwulan pertama tahun 2017 menjadi 2.98% dan kembali meningkat di posisi akhir tahun 2018 menjadi 3.23% posisi ini sebagai nilai tertinggi dari seluruh periode.

## Kurs Rupiah, Ringgit terhadap Dollar USD

Nilai tukar valuta asing / *kurs* adalah harga satuan mata uang dalam mata uang lain (Samuelson, 2004:305). Dalam penelitian ini kurs yang digunakan berupa nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika Serikat. Adapun data rata-rata kurs rupiah terhadap dollar amerika serikat dari triwulan pertama tahun 2014 s.d triwulan keempat tahun 2018 adalah sebagai berikut :

Grafik 4.3

Rata-rata Kurs Rupiah terhadap Dollar USD per Triwulan dari tahun 2014-2018

*Sumber : Data diolah dari [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)*

Grafik 4.3 menunjukkan nilai kurs Rupiah per US $ pada triwulan pertama tahun 2014 yaitu 11.847,27 lalu menguat pada triwulan pertama tahun 2015 dan 2016 menjadi 12.798,59 dan 13.532,63. Pada triwulan pertama tahun 2017 melemah menjadi 13.348,35, lalu kembali menguat pada triwulan pertama tahun 2018 menjadi 13.576,23 dan ditutup menguat pada posisi triwulan keempat tahun 2018 menjadi 14.790,89 rupiah per US $. Sedangkan untuk posisi tertinggi pada triwulan keempat tahun 2018 dengan nilai 14.790,89 dan terendah pada posisi triwulan kedua tahun 2014 sebesar 11.618,10 rupiah per US $.

Grafik 4.4

Rata-rata Kurs Ringgit Malaysia terhadap Dollar USD per Triwulan dari tahun 2014-2018

Grafik 4.4 menunjukkan rata-rata nilai kurs Ringgit Malaysia per US $ pada triwulan pertama tahun 2014 yaitu 3.3 lalu menguat pada triwulan pertama tahun 2015, 2016 dan 2017 tren menguat yaitu menjadi 3.65, 4.09 dan 4.43. Sedangkan pada triwulan pertama tahun 2018 menurun menjadi 3.89 lalu ditutup menguat pada posisi triwulan keempat tahun 2018 menjadi 4.17 Ringgit Malaysia per US $. Sedangkan untuk posisi tertinggi pada triwulan keempat tahun 2017 dengan nilai 4.43 dan terendah pada posisi triwulan ketiga tahun 2014 sebesar 3.21 Ringgit Malaysia per US $.

## *Yield to maturity Sukuk* Korporasi

Tabel 4.3 Statistik Deskriptif *Yield to Maturity* *Sukuk* Korporasi Indonesia

per Triwulan I Tahun 2014 sd Triwulan IV Tahun 2018 (dalam %)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Seri *Sukuk* Korporasi Indonesia | Mean | Median | Minimum | Maximum |
| SIISAT05 | 8.93 | 8.98 | 6.83 | 10.34 |
| SIKPPLN03B | 9.04 | 9.02 | 7.07 | 10.34 |
| SIKPPLN04B | 9.4 | 9.46 | 7.59 | 10.61 |
| SIPPLN01ACN2 | 8.66 | 8.82 | 6.48 | 10.24 |
| SIPPLN01BCN2 | 9.52 | 9.6 | 7.83 | 10.7 |
| SIPPLN01CN1 | 9.12 | 9.05 | 7.22 | 10.4 |
| SISMRA01CN1 | 9.72 | 9.95 | 8.04 | 11.23 |

*Sumber : Data diolah dari [www.ibpa.co.id](http://www.ibpa.co.id)*

Tabel 4.3 menunjukkan periode triwulan pertama tahun 2014 sampai dengan triwulan keempat tahun 2018, rata-rata *yield to maturity* yang terendah adalah nilai *yield to maturity* dari *sukuk* SIPPLN01ACN2dengan nilai 6.48%, untuk rata-rata *yield to maturity* tertinggi yaitu *sukuk* SIPPLN01BCN2 dengan nilai 10.70%. Nilai mean terendah adalah 8.66% dari *sukuk* SIPPLN01ACN2, untuk tertinggi 9.72% dari *sukuk* SISMRA01CN1. Sedangkan untuk nilai median terendah adalah 8.82% dari *sukuk* SIPPLN01ACN2, untuk tertinggi 9.72% dari *sukuk* SISMRA01CN1.

Tabel 4.4 Statistik Deskriptif *Yield to Maturity* *Sukuk* Korporasi Malaysia per Triwulan I Tahun 2014 sd Triwulan IV Tahun 2018 (dalam %)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Seri *Sukuk* Korporasi Malaysia | Mean | Median | Minimum | Maximum |
| BESRAYA 5.200% 28.07.2026 | 4.87 | 4.87 | 4.60 | 5.31 |
| ENCORP 4.840% 18.11.2021 | 4.54 | 4.60 | 4.32 | 4.74 |
| ENCORP 5.300% 18.05.2026 | 4.81 | 4.86 | 4.53 | 5.07 |
| SBPC 4.700% 01.07.2022 (SERIES 8) | 4.57 | 4.47 | 4.29 | 4.80 |
| SBPC 4.800% 03.07.2023 (SERIES 9) | 4.65 | 4.58 | 4.47 | 4.82 |
| SBPC 5.000% 03.07.2025 (SERIES 11) | 4.75 | 4.75 | 4.54 | 4.97 |
| TNB NE 4.280% 29.05.2028 | 4.76 | 4.77 | 4.55 | 5.13 |

*Sumber : Data diolah dari [www.bpam.com.my](http://www.bpam.com.my)*

Tabel 4.4 menunjukkan periode triwulan pertama tahun 2014 sampai dengan triwulan keempat tahun 2018, rata-rata *yield to maturity* yang terendah adalah nilai *yield to maturity* dari *sukuk* SBPC 4.700% 01.07.2022 (SERIES 8) dengan nilai 4.29%, untuk rata-rata *yield to maturity* tertinggi yaitu *sukuk* BESRAYA 5.200% 28.07.2026 dengan nilai 5.31%. Nilai mean terendah adalah 4.54% dari *sukuk* ENCORP 4.840% 18.11.2021, untuk tertinggi 4.87% dari *sukuk* BESRAYA 5.200% 28.07.2026. Sedangkan untuk nilai median terendah adalah 4.47% dari *sukuk* SBPC 4.700% 01.07.2022 (SERIES 8), untuk tertinggi 4.87% dari *sukuk* BESRAYA 5.200% 28.07.2026.

## *Time to maturity Sukuk* Korporasi

Tabel 4.5

Tanggal Jatuh Tempo masing-masing *Sukuk* Korporasi Indonesia

|  |  |
| --- | --- |
| Seri Sukuk | Maturity Date |
| SIISAT05 | 27 Juni 2019 |
| SIKPPLN03B | 12 Januari 2020 |
| SIKPPLN04B | 8 Juli 2022 |
| SIPPLN01ACN2 | 10 Desember 2018 |
| SIPPLN01BCN2 | 10 Desember 2023 |
| SIPPLN01CN1 | 5 Juli 2020 |
| SISMRA01CN1 | 11 Desember 2018 |

*Sumber : [www.ksei.co.id](http://www.ksei.co.id)*

Berdasarkan Tabel 4.3 diatas *maturity date* yang paling awal yaitu *sukuk* seri SIPPLN01ACN2 dengan jatuh tempo pada tanggal 10 Desember 2018, sedangkan masa jatuh tempo yang tercepat adalah *sukuk* seri SIPPLN01BCN2 dengan jatuh tempo pada tanggal 10 Desember 2023.

Tabel 4.6

Tanggal Jatuh Tempo masing-masing *Sukuk* Korporasi Malaysia

|  |  |
| --- | --- |
| Seri *Sukuk* | Maturity Date |
| BESRAYA 5.200% 28.07.2026 | 28 Juli 2026 |
| ENCORP 4.840% 18.11.2021 | 18 November 2021 |
| ENCORP 5.300% 18.05.2026 | 18 Mei 2026 |
| SBPC 4.700% 01.07.2022 (SERIES 8) | 1 Juli 2022 |
| SBPC 4.800% 03.07.2023 (SERIES 9) | 3 Juli 2023 |
| SBPC 5.000% 03.07.2025 (SERIES 11) | 3 Juli 2025 |
| TNB NE 4.280% 29.05.2028 | 29 Mei 2028 |

*Sumber : [www.bpam.com.my](http://www.bpam.com.my)*

Berdasarkan Tabel 4.6 diatas *maturity date* yang paling awal yaitu *sukuk* seri ENCORP 4.840% 18.11.2021 dengan jatuh tempo pada tanggal 18 November 2021, sedangkan masa jatuh tempo yang terlama adalah *sukuk* seri TNB NE 4.280% 29.05.2028 dengan jatuh tempo pada tanggal 29 Mei 2028.

## Analisis Regresi Data Panel Metode GLS

* + 1. **Analisis Teknik**

## Model 1 (SBIS di Indonesia dan *Islamic Interbank Rate* di Malaysia)

## *Common Effect Model* (CEM) Metode GLS

Tabel 4.7. Model Data Panel dengan *Common Effect Model* (CEM) Metode GLS

Penelitian Sukuk Korporasi di Indonesia dan Malaysia

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Dependent Variable: LOG(PRICE?) | | | |  |
| Method: Pooled EGLS (Cross-section weights) | | | | |
| Date: 08/27/20 Time: 23:25 | | | |  |
| Sample: 2014Q1 2018Q4 | | |  |  |
| Included observations: 20 | | |  |  |
| Cross-sections included: 2 | | |  |  |
| Total pool (balanced) observations: 40 | | | |  |
| Linear estimation after one-step weighting matrix | | | | |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| C | 4.615747 | 0.010280 | 449.0240 | 0.0000 |
| LOG(SBIS?) | -0.001609 | 0.008260 | -0.194778 | 0.8466 |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  | Weighted Statistics | |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| R-squared | 0.000997 |  | |  |
| Adjusted R-squared | -0.025292 |  | |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |

Sumber : Hasil Olahan Eviews

## *Fixed Effect Model* (FEM) Metode GLS

Tabel 4.8. Model Data Panel dengan *Fixed Effect Model* (FEM)

Penelitian Sukuk Korporasi di Indonesia dan Malaysia

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Dependent Variable: LOG(PRICE?) | | | |  |
| Method: Pooled EGLS (Cross-section weights) | | | | |
| Date: 08/27/20 Time: 23:26 | | | |  |
| Sample: 2014Q1 2018Q4 | | |  |  |
| Included observations: 20 | | |  |  |
| Cross-sections included: 2 | | |  |  |
| Total pool (balanced) observations: 40 | | | |  |
| Linear estimation after one-step weighting matrix | | | | |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| C | 4.908782 | 0.040280 | 121.8650 | 0.0000 |
| LOG(SBIS?) | -0.197049 | 0.026968 | -7.306837 | 0.0000 |
| Fixed Effects (Cross) |  |  |  |  |
| \_IND--C | 0.072642 |  |  |  |
| \_MLY--C | -0.072642 |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  | Effects Specification | |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Cross-section fixed (dummy variables) | | | |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  | Weighted Statistics | |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| R-squared | 0.592842 |  | |  |
| Adjusted R-squared | 0.570833 |  | |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |

Sumber : Hasil Olahan Eviews

## Uji Chow

Tabel 4.9. Uji Chow

Penelitian Sukuk Korporasi Malaysia

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Redundant Fixed Effects Tests | | | |  |
| Pool: Untitled | | |  |  |
| Test cross-section fixed effects | | | |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Effects Test | | Statistic | d.f. | Prob. |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Cross-section F | | 53.331935 | (1,37) | 0.0000 |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |

Sumber : Hasil Olahan Eviews

Dari uji Chow diketahui bahwa nilai Probabilitas *Cross-section* F adalah 0,0000; ini lebih kecil dari nilai α = 5 % atau 0,05; artinya model terbaik adalah FEM (*Fixed Effect Model*). Dari metode FEM padal model 1 ini diketahui nilai probabilitas t statistik variabel independen adalah 0,000 dan nilai koefisien variabel independen adalah sebesar - 0.197. Karena nilai Probabilitas t statistiknya lebih kecil dari α = 5 % atau 0,05, dan karena nilai koefisien variabel independen negatif maka berarti, SBIS atau *Islamic Interbank Rate*, umumnya berpengaruh negatif dan signifikan pada fair price sukuk di Indonesia dan Malaysia. Apabila SBIS atau *Islamic Interbank Rate* meningkat 1%, maka *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia turun sebesar 0,197 %.

Dari olah data metode FEM pada model 1 ini juga diketahui perbedaan besaran *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia, pada saat perubahan SBIS atau *Islamic Interbank Rate* bernilai 0 atau konstan. Di sini tentu saja asumsi *ceteris paribus* (nilai perubahan variabel di luar model konstan) tetap berlaku. Pada kondisi ini ternyata nilai *Fair Price* sukuk di Indonesia adalah sebesar 4,982 satuan, sementara nilai *Fair Price* sukuk di Malaysia adalah sebesar 4,836 satuan. Artinya apabila yang mempengaruhi *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia hanyalah SBIS atau *Islamic Interbank Rate* yang sedang dalam kondisi konstan dan juga asumsi *ceteris paribus* berlaku, maka nilai *Fair Price* sukuk di Indonesia lebih tinggi dibanding di Malaysia.

## Model 2 (Kurs Rupiah, Ringgit terhadap Dollar Amerika Serikat)

## 

## *Common Effect Model* (CEM) Metode GLS

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Dependent Variable: LOG(PRICE?) | | | |  |
| Method: Pooled EGLS (Cross-section weights) | | | | |
| Date: 08/27/20 Time: 23:19 | | | |  |
| Sample: 2014Q1 2018Q4 | | |  |  |
| Included observations: 20 | | |  |  |
| Cross-sections included: 2 | | |  |  |
| Total pool (balanced) observations: 40 | | | |  |
| Linear estimation after one-step weighting matrix | | | | |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| C | 4.612720 | 0.002615 | 1763.841 | 0.0000 |
| LOG(KURS?) | 0.000453 | 0.000765 | 0.591690 | 0.5576 |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  | Weighted Statistics | |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| R-squared | 0.009129 |  | |  |
| Adjusted R-squared | -0.016947 |  | |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |

Sumber : Hasil Olahan Eviews

b. *Fixed Effect Model* (FEM) Metode GLS

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Dependent Variable: LOG(PRICE?) | | | |  |
| Method: Pooled EGLS (Cross-section weights) | | | | |
| Date: 08/27/20 Time: 23:22 | | | |  |
| Sample: 2014Q1 2018Q4 | | |  |  |
| Included observations: 20 | | |  |  |
| Cross-sections included: 2 | | |  |  |
| Total pool (balanced) observations: 40 | | | |  |
| Linear estimation after one-step weighting matrix | | | | |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| C | 4.173404 | 0.058195 | 71.71412 | 0.0000 |
| LOG(KURS?) | 0.081334 | 0.010722 | 7.585902 | 0.0000 |
| Fixed Effects (Cross) |  |  |  |  |
| \_IND--C | -0.329026 |  |  |  |
| \_MLY--C | 0.329026 |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  | Effects Specification | |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Cross-section fixed (dummy variables) | | | |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  | Weighted Statistics | |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| R-squared | 0.609766 |  | |  |
| Adjusted R-squared | 0.588672 |  | |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |

Sumber : Hasil Olahan Eviews

## Uji Chow

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Redundant Fixed Effects Tests | | | |  |
| Pool: Untitled | | |  |  |
| Test cross-section fixed effects | | | |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Effects Test | | Statistic | d.f. | Prob. |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Cross-section F | | 56.877713 | (1,37) | 0.0000 |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |

Sumber : Hasil Olahan Eviews

Dari uji Chow diketahui bahwa nilai Probabilitas *Cross-section* F adalah 0,0000; ini lebih kecil dari nilai α = 5 % atau 0,05; artinya model terbaik adalah FEM (*Fixed Effect Model*). Dari metode FEM padal model 2 ini diketahui nilai probabilitas t statistik variabel independen adalah 0,000 dan nilai koefisien variabel independen adalah sebesar 0.081. Karena nilai Probabilitas t statistiknya lebih kecil dari α = 5 % atau 0,05, dan karena nilai koefisien variabel independen positif maka berarti, Kurs Rupiah atau Kurs Ringgit terhadap dolar Amerika Serikat, umumnya berpengaruh positif dan signifikan pada fair price sukuk di Indonesia dan Malaysia. Apabila Kurs Rupiah atau Kurs Ringgit terhadap dolar Amerika Serikat meningkat 1%, maka *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia akan meningkat sebesar 0.081 %.

Dari olah data metode FEM pada model 2 ini juga diketahui perbedaan besaran *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia, pada saat perubahan Kurs Rupiah atau Kurs Ringgit terhadap dolar Amerika Serikatbernilai 0 atau konstan. Di sini tentu saja asumsi ceteris paribus (nilai perubahan variabel di luar model konstan) tetap berlaku. Pada kondisi ini ternyata nilai *Fair Price* sukuk di Indonesia adalah sebesar 3,844 satuan, sementara nilai *Fair Price* sukuk di Malaysia adalah sebesar 4,502 satuan. Artinya apabila yang mempengaruhi *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia hanyalah Kurs Rupiah atau Kurs Ringgit terhadap dolar Amerika Serikat yang sedang dalam kondisi konstan dan juga asumsi ceteris paribus berlaku, maka nilai *Fair Price* sukuk di Indonesia lebih rendah dibanding di Malaysia.

## Model 3 (*Yield To Maturity*)

## 

## a. *Common Effect Model* (CEM) Metode GLS

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Dependent Variable: LOG(PRICE?) | | | |  |
| Method: Pooled EGLS (Cross-section weights) | | | | |
| Date: 08/27/20 Time: 23:30 | | | |  |
| Sample: 2014Q1 2018Q4 | | |  |  |
| Included observations: 20 | | |  |  |
| Cross-sections included: 2 | | |  |  |
| Total pool (balanced) observations: 40 | | | |  |
| Linear estimation after one-step weighting matrix | | | | |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| C | 4.625587 | 0.014565 | 317.5755 | 0.0000 |
| LOG(YIELD?) | -0.007188 | 0.008801 | -0.816697 | 0.4192 |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  | Weighted Statistics | |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| R-squared | 0.017250 |  | |  |
| Adjusted R-squared | -0.008612 |  | |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |

Sumber : Hasil Olahan Eviews

b. *Fixed Effect Model* (FEM) Metode GLS

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Dependent Variable: LOG(PRICE?) | | | |  |
| Method: Pooled EGLS (Cross-section weights) | | | | |
| Date: 08/27/20 Time: 23:34 | | | |  |
| Sample: 2014Q1 2018Q4 | | |  |  |
| Included observations: 20 | | |  |  |
| Cross-sections included: 2 | | |  |  |
| Total pool (balanced) observations: 40 | | | |  |
| Linear estimation after one-step weighting matrix | | | | |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| C | 5.074041 | 0.025813 | 196.5678 | 0.0000 |
| LOG(YIELD?) | -0.244095 | 0.013716 | -17.79684 | 0.0000 |
| Fixed Effects (Cross) |  |  |  |  |
| \_IND--C | 0.082207 |  |  |  |
| \_MLY--C | -0.082207 |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  | Effects Specification | |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Cross-section fixed (dummy variables) | | | |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  | Weighted Statistics | |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| R-squared | 0.895916 |  | |  |
| Adjusted R-squared | 0.890289 |  | |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |

Sumber : Hasil Olahan Eviews

## Uji Chow

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Redundant Fixed Effects Tests | | | |  |
| Pool: Untitled | | |  |  |
| Test cross-section fixed effects | | | |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Effects Test | | Statistic | d.f. | Prob. |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Cross-section F | | 311.796199 | (1,37) | 0.0000 |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |

Sumber : Hasil Olahan Eviews

Dari uji Chow diketahui bahwa nilai Probabilitas *Cross-section* F adalah 0,0000; ini lebih kecil dari nilai α = 5 % atau 0,05; artinya model terbaik adalah FEM (*Fixed Effect Model*). Dari metode FEM padal model 3 ini diketahui nilai probabilitas t statistik variabel independen adalah 0,000 dan nilai koefisien variabel independen adalah sebesar - 0.244. Karena nilai Probabilitas t statistiknya lebih kecil dari α = 5 % atau 0,05, dan karena nilai koefisien variabel independen negatif maka berarti bahwa, *Yield To Maturity*, umumnya berpengaruh negatif dan signifikan pada *fair price* sukuk di Indonesia dan Malaysia. Apabila *Yield To Maturity* meningkat 1%, maka *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia akan menurun sebesar 0.244 %.

Dari olah data metode FEM pada model 3 ini juga diketahui perbedaan besaran *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia, pada saat perubahan *Yield To Maturity* bernilai 0 atau konstan. Di sini tentu saja asumsi ceteris paribus (nilai perubahan variabel di luar model konstan) tetap berlaku. Pada kondisi ini ternyata nilai *Fair Price* sukuk di Indonesia adalah sebesar 5,156 satuan, sementara nilai *Fair Price* sukuk di Malaysia adalah sebesar 4,992 satuan. Artinya apabila yang mempengaruhi *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia hanyalah *Yield To Maturity* yang sedang dalam kondisi konstan dan juga asumsi ceteris paribus berlaku, maka nilai *Fair Price* sukuk di Indonesia lebih tinggi dibanding di Malaysia.

Model 4 (*Time To Maturity*)

## a. *Common Effect Model* (CEM) Metode GLS

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Dependent Variable: LOG(PRICE?) | | | |  |
| Method: Pooled EGLS (Cross-section weights) | | | | |
| Date: 08/27/20 Time: 23:28 | | | |  |
| Sample: 2014Q1 2018Q4 | | |  |  |
| Included observations: 20 | | |  |  |
| Cross-sections included: 2 | | |  |  |
| Total pool (balanced) observations: 40 | | | |  |
| Linear estimation after one-step weighting matrix | | | | |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| C | 4.649334 | 0.010652 | 436.4920 | 0.0000 |
| LOG(TTM?) | -0.017724 | 0.005241 | -3.382053 | 0.0017 |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  | Weighted Statistics | |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| R-squared | 0.231365 |  | |  |
| Adjusted R-squared | 0.211138 |  | |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |

Sumber : Hasil Olahan Eviews

1. *Fixed Effect Model* (FEM) Metode GLS

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Dependent Variable: LOG(PRICE?) | | | |  |
| Method: Pooled EGLS (Cross-section weights) | | | | |
| Date: 08/27/20 Time: 23:29 | | | |  |
| Sample: 2014Q1 2018Q4 | | |  |  |
| Included observations: 20 | | |  |  |
| Cross-sections included: 2 | | |  |  |
| Total pool (balanced) observations: 40 | | | |  |
| Linear estimation after one-step weighting matrix | | | | |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| C | 4.684450 | 0.012300 | 380.8493 | 0.0000 |
| LOG(TTM?) | -0.040133 | 0.007034 | -5.705624 | 0.0000 |
| Fixed Effects (Cross) |  |  |  |  |
| \_IND--C | -0.014151 |  |  |  |
| \_MLY--C | 0.014151 |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  | Effects Specification | |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Cross-section fixed (dummy variables) | | | |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  | Weighted Statistics | |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| R-squared | 0.470783 |  | |  |
| Adjusted R-squared | 0.442177 |  | |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |

## Uji Chow

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Redundant Fixed Effects Tests | | | |  |
| Pool: Untitled | | |  |  |
| Test cross-section fixed effects | | | |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Effects Test | | Statistic | d.f. | Prob. |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| Cross-section F | | 16.174544 | (1,37) | 0.0003 |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |

Dari uji Chow diketahui bahwa nilai Probabilitas *Cross-section* F adalah 0,0003; ini lebih kecil dari nilai α = 5 % atau 0,05; artinya model terbaik adalah FEM (*Fixed Effect Model*). Dari metode FEM padal model 4 ini diketahui nilai probabilitas t statistik variabel independen adalah 0,000 dan nilai koefisien variabel independen adalah sebesar - 0.04. Karena nilai Probabilitas t statistiknya lebih kecil dari α = 5 % atau 0,05, dan karena nilai koefisien variabel independen negatif maka berarti bahwa, *Time To Maturity*, umumnya berpengaruh negatif dan signifikan pada *fair price* sukuk di Indonesia dan Malaysia. Apabila *Time To Maturity* meningkat 1%, maka *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia akan menurun sebesar 0.04 %.

Dari olah data metode FEM pada model 4 ini juga diketahui perbedaan besaran *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia, pada saat perubahan *Time To Maturity* bernilai 0 atau konstan. Di sini tentu saja asumsi *ceteris paribus* (nilai perubahan variabel di luar model konstan) tetap berlaku. Pada kondisi ini ternyata nilai *Fair Price* sukuk di Indonesia adalah sebesar 3,844 satuan, sementara nilai *Fair Price* sukuk di Malaysia adalah sebesar 4,502 satuan. Artinya apabila yang mempengaruhi *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia hanyalah *Time To Maturity* yang sedang dalam kondisi konstan dan juga asumsi ceteris paribus berlaku, maka nilai *Fair Price* sukuk di Indonesia lebih rendah dibanding di Malaysia.

Dari model 1, 2, 3 dan 4; terlihat bahwa variabel independen yang mempunyai pengaruh secara parsial paling besar terhadap nilai *Fair Price* Sukuk di Indonesia dan Malaysia adalah *Yield To Maturity*, karena nilai koefisien perubahannya paling besar yaitu sebesar 0,244 %. Dari model 1, 2, 3 dan 4; juga terliahat bahwa nilai Fair Price Sukuk di Indonesia dan Malaysia berimbang, 2 kali Indonesia lebih besar, tapi juga malaysia 2 kali lebih besar.

## Analisis Ekonomi

Adapun interpretasi ekonomi terhadap penelitian *Sukuk* Korporasi di Indonesia dan Malaysia adalah sebagai berikut:

* + - 1. Pengaruh Faktor Makro Ekonomi (Tingkat Imbal Hasil SBIS atau *Islamic Interbank Rate*) terhadap *Fair Price* Sukuk Korporasi di Indonesia dan di Malaysia.

Dari hasil analisis terlihat bahwa Faktor Makro Ekonomi (SBIS atau *Islamic Interbank Rate*), umumnya berpengaruh negatif dan signifikan pada fair price sukuk di Indonesia dan Malaysia. Apabila SBIS atau *Islamic Interbank Rate* meningkat 1%, maka *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia turun sebesar 0,197 %. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Yosi Azizah (2015:1) yaitu suku bunga SBI memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap harga obligasi.

* + - 1. Pengaruh Faktor Makro Ekonomi (Kurs Rupiah dan Ringgit terhadap Dollar Amerika Serikat) terhadap *Fair Price Sukuk* Korporasi di Indonesia dan di Malaysia

Hasil penelitian ini, Faktor Makro Ekonomi (Kurs Rupiah dan Kurs Ringgit terhadap dolar Amerika Serikat), berpengaruh positif dan signifikan pada *fair price sukuk* di Indonesia dan Malaysia. Apabila Kurs Rupiah atau Kurs Ringgit terhadap dolar Amerika Serikat meningkat 1%, maka *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia akan meningkat sebesar 0.081 %. sesuai penelitian Sukanto (2015:147) kurs rupiah terhadap dolar Amerika Serikat secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga obligasi pemerintah.

* + - 1. Pengaruh *Yield to Maturity* terhadap *Fair Price Sukuk* Korporasi

*Yield To Maturity*, berpengaruh negatif dan signifikan pada *fair price* sukuk di Indonesia dan Malaysia. Apabila *Yield To Maturity* meningkat 1%, maka *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia akan menurun sebesar 0.244 %. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Fitriana (2013:733) *yield* obligasi berpengaruh negatif dan signifikan. Sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa apabila *yield* turun maka harga akan meningkat dengan kenaikan marginal yang semakin kecil. Sebaliknya jika *yield* naik maka harga obligasi akan turun dengan penurunan marginal yang semakin kecil pula (Tandelilin, 2010:276).

* + - 1. Pengaruh *Time to Maturity* terhadap *Fair Price Sukuk* Korporasi

Pada penelitian ini *Time To Maturity*, berpengaruh negatif dan signifikan pada *fair price* sukuk di Indonesia dan Malaysia. Apabila *Time To Maturity* meningkat 1%, maka *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia akan menurun sebesar 0.04 %. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitiannya Sumarna (2016:7724) dimana jangka waktu jatuh tempo atau *Time To Maturity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap perubahan harga obligasi korporasi.

* + - 1. Analisis Invidual Efek Model 1,2,3 dan 4

Apabila yang mempengaruhi *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia hanyalah SBIS atau *Islamic Interbank Rate*, yang perubahannya sedang dalam kondisi konstan atau bernilai nol dan juga asumsi *ceteris paribus* berlaku, maka nilai *Fair Price* sukuk di Indonesia (4,982 satuan) ini lebih tinggi dibanding di Malaysia (4,836 satuan).

Jika yang mempengaruhi *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia hanyalah Kurs Rupiah atau Kurs Ringgit terhadap dolar Amerika Serikat, yang perubahannya sedang dalam kondisi konstan atau bernilai nol dan juga asumsi ceteris paribus berlaku, maka nilai *Fair Price* sukuk di Indonesia (3,844 satuan), ini lebih rendah dibanding di Malaysia (4,502 satuan).

Pada kondisi yang mempengaruhi *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia hanyalah Yield to Maturity, yang perubahannya sedang dalam kondisi konstan atau bernilai nol dan juga asumsi ceteris paribus berlaku, maka nilai *Fair Price* sukuk di Indonesia (5,156 satuan), ini lebih tinggi dibanding di Malaysia (4,992 satuan).

Saat kondisi yang mempengaruhi *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia hanyalah Time to Maturity, yang perubahannya sedang dalam kondisi konstan atau bernilai nol, dan juga asumsi ceteris paribus berlaku, maka nilai *Fair Price* sukuk di Indonesia (4,670 satuan), ini lebih rendah dibanding di Malaysia (4,697 satuan).

**BAB V**

# KESIMPULAN DAN SARAN

## Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data panel dan dengan asumsi *ceteris paribus*, berikut merupakan kesimpulan dari penelitian ini :

1. Faktor Makro Ekonomi (SBIS dan *Islamic Interbank Rate*), umumnya berpengaruh negatif dan signifikan pada fair price sukuk di Indonesia dan Malaysia;
2. Faktor Makro Ekonomi (Kurs Rupiah dan Kurs Ringgit terhadap dolar Amerika Serikat), berpengaruh positif dan signifikan pada *fair price sukuk* di Indonesia dan Malaysia;
3. *Yield To Maturity*, berpengaruh negatif dan signifikan pada *fair price* sukuk di Indonesia dan Malaysia.
4. *Time To Maturity*, berpengaruh negatif dan signifikan pada *fair price* sukuk di Indonesia dan Malaysia;
5. Dari Analisis Invidual Efek dihasilkan:
   1. Apabila yang mempengaruhi *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia hanyalah SBIS atau *Islamic Interbank Rate*, yang perubahannya sedang dalam kondisi konstan atau bernilai nol maka nilai *Fair Price* sukuk di Indonesia lebih tinggi dibanding di Malaysia.
   2. Jika yang mempengaruhi *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia hanyalah Kurs Rupiah atau Kurs Ringgit terhadap dolar Amerika Serikat, yang perubahannya sedang dalam kondisi konstan atau bernilai nol, maka nilai *Fair Price* sukuk di Indonesia lebih rendah dibanding di Malaysia.
   3. Pada kondisi yang mempengaruhi *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia hanyalah *Yield to Maturity*, yang perubahannya sedang dalam kondisi konstan atau bernilai nol, maka nilai *Fair Price* sukuk di Indonesia lebih tinggi dibanding di Malaysia.

## Saat kondisi yang mempengaruhi *Fair Price* sukuk di Indonesia dan Malaysia hanyalah *Time to Maturity*, yang perubahannya sedang dalam kondisi konstan atau bernilai nol, maka nilai *Fair Price* sukuk di Indonesia lebih rendah dibanding di Malaysia.

## Saran

Berdasarkan hasil kesimpulan yang telah dikemukakan diatas, maka penulis memberikan beberapa saran yang mungkin dapat bermanfaat. Adapun saran tersebut sebagai berikut:

1. Bagi Para pengambil kebijakan pasar modal syariah di Indonesia dan Malaysia, diharapkan agar lebih memperhatikan variabel Makro Ekonomi (SBIS dan *Islamic Interbank Rate*) serta variabel kurs rupiah terhadap dollar Amerika Serikat dan kurs ringgit terhadap dollar Amerika Serikat, *yield to maturity,* serta *time to* maturity; dikarenakan ke empat variabel ini berpengaruh secara signifikan terhadap *fair price sukuk* korporasi di Indonesia dan Malaysia;
2. Bagi para peneliti pada sektor pasar modal syariah di Indonesia dan Malaysia pada masa mendatang, diharapkan hasil penelitian ini dapat dijadikan masukan, agar hasil penelitiannya menjadi lebih baik lagi;
3. Bagi masyarakat khususnya investor di Indonesia dan Malaysia, baik Lembaga Keuangan maupun Manajer Investasi dapat lebih memperhatikan variabel Makro Ekonomi (SBIS dan *Islamic Interbank Rate*) serta variabel kurs rupiah terhadap dollar Amerika Serikat dan kurs ringgit terhadap dollar Amerika Serikat, *yield to maturity,* serta *time to maturity* yang berpengaruh secara signifikan terhadap *fair price sukuk* korporasi di Indonesia dan Malaysia.*.*

# DAFTAR PUSTAKA

Ajija, Shochrul Rohmatul, et. all. 2011. *Cara Cerdas Menguasai Eviews*. Jakarta : Salemba Empat.

Aarstol, Michael P. (2000). *Inflation and Debt Maturity.* Quarterly Review Of Financial Analysis, Vol.40, p.139-153.

Abdillah, Willy dan Hartono, Jogiyanto.(2015).*Partial Least Square (PLS). Alternatif Structural Equation Modeling (SEM) dalam Penelitian Bisnis.*Edisi 1.Yogyakarta:ANDI

Ascarya. (2006). *Akad dan Produk Bank Syariah,* Jakarta:PT. Raja Grafindo Persada

Ascarya; Diana Yumanita (2007). *Comparing the Development of Islamic Financial/Bond Markets In Malaysia and Indonesia.* IRTI Publications (2008) : Saudi Arabia

Aziz, Roikhan Mochamad. (2013). *The Simulation of Islamic Economic Instrument as Sukuk.* Jurnal Nalar Fiqh Vol. 8 No. 2.

Aziz, Roikhan Mochamad. (2009). *New Paradigm on Sinlammim Kaffah In Islamic Economics.* Jurnal Ilmu Ekonomi, Fakultas Ekonomi Bisnis, Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah, Jakarta.

Aziz, Roikhan Mochamad. (2016). *Teori H dalam Islam Sebagai Wahyu dan Turats*. Jurnal Ushuluddin, UIN Riau. Volume 24 Nomor 1. ISSN: 1412-0909/E-ISSN: 2407-8247. http://ejournal.uin-suska.ac.id/index.php/ushuludin

Azizah,Yosi (2015), *Analisis Faktor Spesifik Yang Mempengaruhi Harga Obligasi Negara Di Bursa Efek Indonesia*, Jurnal Fakultas Ekonomi UII Tahun 2015

Brigham, E.F dan Gapenski.(1996).*Intermediate Financial Management.*Fifth Edition, Dryden J.F Houston (penerjemah 2001).*Manajemen Keuangan.*Edisi Kedelapan. Jakarta : Salemba Empat

Brigham, Eugene F. (2006). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama : Jakarta : Salemba Empat

Dewi, Ni Putu Giri Kusuma, dkk (2016). *Pengaruh Suku Bunga, Nilai Tukar, Coupon Rate, Dan Likuiditas Obligasi Terhadap Harga Pasar Obligasi Pada Sektor Keuangan*, E-Jurnal Manajemen Unud, Vol. 5, No. 5, 2016: 2898 - 2927 ISSN : 2302-8912

El Mosaid, Fadma & Rachid Boutti. (2014).*Sukuk and Bond Performance in Malaysia.* International Journal of Economics and Finance;Vol 6 No 2:2014,Published by Canadian Center of Science an Educationa

Elton, Edwin J., Martin J. Gruber, Deepak Agrawal, Christopher Mann. (2004). *Factors affecting the valuation of corporate bonds*, Journal of Banking & Finance 28 (2004) 2747–2767

Firdaus, Muhammad. (2005). *Fatwa-fatwa Ekonomi Syariah Kontemporer*. Jakarta: Renaisan.

Fitriana,Eka Sari ,Suci Rohayati (2013). *Pengaruh Suku Bunga Terhadap Harga Obligasi Melalui Yield Obligasi,* Jurnal Ilmu Manajemen Volume 1 Nomor 3 Mei 2013

Frensidy,Budi.(2005). *Matematika Keuangan.* Jakarta : Salemba Empat

Ghozali, Imam. 2012. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS*. Yogyakarta: Universitas Diponegoro

Hair Joseph F; Anderson Rolph E; Tatham Ronald L; and Black William C. (1998). *Multivariate Data Analysis.* Fifth Edition, Prentice-Hall International, Inc.

Hasibuan, M. (2002). *Dasar-dasar Perbankan*. Jakarta: PT Bumi Aksara

Irawan Dan Cahyo Pramono (2015), *Determinan Faktor-Faktor Harga Obligasi Perusahaan Keuangan Di Bursa Efek Indonesia*, Seminar Nasional dan The 4th Call for Syariah Paper ISSN 2460-0784 Tahun 2015

Karim, Ir.Adiwarman A, S.E.,M.B.A.,M.A.E.P. (2010). *Ekonomi Makro Islami. Edisi Kedua.* Jakarta : PT RajaGrafindo Persada

Manan, H. Abdul. (2009). *Aspek Hukum dan Penyelenggaraan Investasi di Pasar Modal Syariah Indonesia* . Jakarta: Kencana

Martalena., dan Maya Malinda. (2011). *Pengantar Pasar Modal*. Yogyakarta : Andi Offset.

Nachrowi, Djalal Nachrowi dan Hardius Usman.(2006).*Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan.*Jakarta : Universitas Indonesia

Noviana, Linda, Grace Tianna Solovida (2018). *Pengaruh Likuiditas , Leverage, Rating Obligasi Syariah , Risiko Obligasi Syariah Terhadap Yield Obligasi Syariah (Sukuk)*. Stability Journal Of Management & Business Vol 1 No 2 Tahun 2018 ISSN : 2621-850x E-ISSN : 2621-9565

Purnomo, Endri, Novi Puspitasari, . *Pengaruh Likuiditas, Kupon, Jangka Waktu Jatuh Tempo Dan Suku Bunga Pasar Terhadap Harga Pasar Obligasi Berperingkat Rendah Dan Harga Pasar Obligasi Berperingkat Tinggi.* Jurnal Relasi Stie Mandala Jember Vol 13, No 1 (2017)

Putong. (2002). *Pengantar Ekonomi Mikro dan Makro*, Jakarta: Ghalia Indonesia

Rahardjo, Sapto. (2004). *Panduan Investasi Obligasi*.Jakarta : PT Gramedia Pustaka Utama

Rahardjo, Sapto (2007), *Panduan Investasi Obligasi*, Jakarta : PT Gramedia Pustaka Utama

Rodoni, Ahmad dan Herni Ali. 2014. Manajemen Keuangan Modern. Jakarta: Mitra Wacana Media

Rodoni, A. (2009). *Investasi Syariah*. Jakarta: Lembaga Penelitian UIN Jakarta.

Rosida Dwi Ayuningtyas (2017), *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Harga Obligasi Syariah Korporasi Di Indonesia (Periode Januari 2010- Juli 2015)*, Journal Of Islamic Economics Lariba (2017). Vol. 3, Issue 1: 13-22

Rosadi, Dedi (2011).*Ekonometrika & Analisis Runtun Waktu Terapan Dengan Eviews.* Yogyakarta:Andi

Samuelson, Paul A. & Nordhaus, William D. 2004*. Ilmu Makroekonomi*. Edisi Bahasa Indonesia. Jakarta: PT Media Global Edukasi

Siskawati, Eka (2010). *Perkembangan Obligasi Syariah di Indonesia* : Suatu Tinjauan Jurnal Akuntansi & Manajemen Vol .5 No.2 Desember 2010 ISSN 1858-3687 hal 1-9.

Sudarwati. (2010). *Pasar Modal*. Jakarta: Penerbit Erlangga.

Sriyana, Jaka (2014). *Metode Regresi Data Panel.* Yogyakarta : Ekonisia

Subagia, I Ketut, Ida Bagus Panji Sedana (2015), *Analisis Pengaruh Likuiditas, Waktu Jatuh Tempo Dan Kupon Obligasi Terhadap Perubahan Harga Obligasi Korporasi Di Bursa Efek Indonesia*, E-Jurnal Manajemen Unud, Vol. 4, No. 5, 2015 : 1451-1465 ISSN: 2302-8912

Sugiyono. (2008) *“Statistika untuk Penelitian”.* Bandung:Alfabeta,

Sugiyono. (2010) *“Metode Penelitian Kuantitatif, Kuallitatif, dan R &D”.* Bandung:Alfabeta,

Sukanto, Eman. Widaryanti.(2013).*Pengaruh Rate Bunga Deposito, Nilai Tukar Rupiah Dan Besaran Inflasi Terhadap Harga Obligasi Pemerintah Republik Indonesia (Periode 2009-2013)*. Jurnal Dinamika Ekonomi & Bisnis.Unisnu Jepara

Sukanto, Eman. Widaryanti.(2013). *Pengaruh Suku Bunga Deposito,Kurs Rupiah-USD, Tingkat Inflasi, IHSG Dan Volume Transaksi Terhadap Harga Obligasi Pemerintah RI (SUN).* Jurnal Fokus Ekonomi, Vol. 4 No. 2 Desember 2009 : 9 - 23

Sumarna, I Wayan , Ida Bagus Badjra (2016), *Pengaruh Rating, Maturitas, Tingkat Suku Bunga Dan Kupon Terhadap Perubahan Harga Obligasi Korporasi Di Bursa Efek Indonesia,* E-Jurnal Manajemen Unud, Vol. 5, No. 12, 2016: 7724-7751 Issn : 2302-8912

Syamni, Ghazali. Husaini. (2010). *Interest Rates and Currencies Effects On Islamic and Conventional Bonds,* Economic Journal of Emerging Markets, August 2010 2(2)

Tandelilin, Eduardus. (2010). *Portofolio dan Investasi. Edisi Pertama*. Yogyakarta: Kanisius.

Van Horne. James C, dan Wachowichz,Jr. John M, (2005). *Fundamentals of Financial Management,* Buku satu, Edisi keduabelas, Jakarta : Salemba empat

Verbeek, Marno. (2012). *A guide to Modern Econometrics.* A John Wiley & Sons, Ltd. Publication

Yamin, Sofian dan Kurniawan, Heri. (2011).*Generasi Baru Mengolah Data Penelitian dengan Partial Least Square Modelling.*Jakarta: Salemba Infotek

Yanti,Tri. (2016). *Analisis Pengaruh Peringkat, Maturitas, Dan Kupon Obligasi Terhadap Harga Obligasi Di Bursa Efek Indonesia*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Tanjungpura Tahun 2016

Yuan, Kathy. (2001). *The Liquidity Service of Sovereign Bonds*. Working Paper, didownload dari [www.papers.ssrn.com](http://www.papers.ssrn.com)

Yuliati, dkk (2018) . *Pengaruh Likuiditas, Waktu Jatuh Tempo,Dan Kupon Obligasi Terhadap Harga Obligasi Korporasi Perusahaan Yang Terdaftar Di BEI*. The 11th FIPA Forum Ilmiah Pendidikan Akuntansi Progam Studi Pendidikan Akuntansi-FKIP-Universitas PGRI Madiun Tahun 2018

Aturan harga wajar reksadana positif bagi investor (2012) <https://investasi.kontan.co.id/news/aturan-harga-wajar-positif-bagi-investor> diakses tanggal 5 Februari 2019

Top 5 Reksadana Syariah Untung Hingga 79,9 Persen dalam 3 Tahun, Apa Rahasianya?(2018) <https://www.bareksa.com/id/text/2018/10/19/top-5-reksadana-syariah-untung-hingga-799-persen-dalam-3-tahun-apa-rahasianya/20633/news> diakses tanggal 5 Februari 2019

[www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)

[www.ibpa.co.id](http://www.ibpa.co.id)

[www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

[www.ksei.co.id](http://www.ksei.co.id)

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

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