

ABSTRACT

THE EFFECT OF PROFITABILITY, CORPORATE GOVERNANCE, AND FIRM SIZE ON SUKUK RATING

(A Study on Mudharabah Sukuk Bank and Non-Bank Financial Companies)

by:

Guritno Ariva'an Prastama

Advisor:

Prof. Iwan Triyuwono, SE., Ak., MEc., Ph.D.

This study aims to examine the effect of profitability, corporate governance, and firm size on sukuk ratings. The objects of this study are bank and non-bank financial companies issuing sukuk between 2016 to 2018. 11 samples of mudharabah sukuk are obtained from purposive sampling technique, and analyzed by multiple linear regression. The results indicate that profitability and firm size have a positive effect on sukuk ratings, while corporate governance has a significant negative effect on sukuk ratings. The findings reveal that financial performance quality and credibility information, and issuers' corporate governance have influence on rating agencies in determining sukuk ratings, allowing investors to find out the quality and credibility of financial performance and corporate governance on sukuk ratings
Keyword: profitability, corporate governance, firm size, sukuk rating

PENDAHULUAN

Saat ini dalam membangun kegiatan usaha diperlukan adanya pembiayaan agar dapat mengembangkan usaha menjadi lebih baik. Pembiayaan adalah dana yang diberikan oleh pihak pemberi kepada pihak yang ditujukan untuk mendukung investasi yang telah direncanakan dan dilakukan oleh individu atau lembaga (Rifai & Arifin, 2010). Pembiayaan atau pendanaan dapat dilakukan melalui meminjam dan menerbitkan instrument investasi. Investasi memiliki manfaat dalam pelaksanaan pembangunan perekonomian negara, karena diperlukan pendanaan dalam membangun fasilitas atau infrastruktur.

Pada tahun 1997 didirikan pasar modal berbasis syariah. Kegiatan pasar modal syariah yang dilakukan harus tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Saat ini produk syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia terdiri saham syariah, sukuk atau obligasi syariah, reksa dana syariah, exchange traded fund syariah, efek beragun aset syariah dan dana investasi real estate syariah. International Islamic Financial Market (IIFM) dikutip dari Safari, Ariff, & Mohamad (2014) adalah surat berharga yang dimiliki investor dengan aset yang mendasarinya. Perbedaan sukuk dibanding dengan obligasi konvensional yaitu tidak adanya bunga, karena dalam sukuk menggunakan prinsip

syariah yang tidak memperbolehkan riba, gharar dan harus halal. Selain itu pada sukuk harus ada *underlying asset* atau aktivitas sebagai dasar yang digunakan sebagai jaminan.

Di Kawasan Timur Tengah pernah terjadi kasus Nakheel, yang merupakan anak usaha dimiliki Dubai World bergerak di bidang usaha *property* dan *real estate* (Ariff, Iqbal, & Mohamad, 2012: 75). Nakheel menerbitkan sukuk dengan jenis ijarah dengan dana sebesar USD 3,52 Triliun. Permasalahan pada Nakheel terdapat pada sumber daya manusia dan pengelolaan manajemen terhadap prinsip syariah, sehingga Moody's memberikan rating sukuk peringkat *junk* (Wijnbergen & Zaheer, 2013). Selain kasus Nakheel, terdapat kasus East Cameron yang berujung pada pengadilan dan harus membayar kegagalan sukuk kepada investor (Ahmed, 2015). Selain kasus di luar negeri, PT Tiga Pilar Sejahtera Tbk yang menerbitkan sukuk ijarah pada tahun 2013 mengalami gagal bayar atas imbal hasil di tahun 2018 karena tidak memiliki dana untuk membayar bagi hasil (CNBC, 2019). Di tahun 2016 rating sukuk PT Tiga Pilar Sejahtera masih mendapat idA(sy), dengan kegagalan bayar oleh penerbit sukuk maka PT Pefindo di tahun 2018 melakukan penurunan rating menjadi SD (Kontan, 2018).

Dari kejadian di atas menimbulkan keraguan terhadap kredibilitas rating sukuk

karena setelah terjadi kasus gagal bayar dan kurang menggambarkan keadaan perusahaan penerbit. Oleh karena itu rating sukuk memiliki peran penting karena sangat bermanfaat bagi investor dalam menentukan pilihannya untuk berinvestasi sukuk. Rating sukuk merupakan sebuah sinyal dari penerbit yang ditujukan kepada investor. Dengan melihat rating sukuk, maka dapat menggambarkan informasi kinerja keuangan dan tata kelola perusahaan penerbit dalam menjalankan bisnisnya.

Permasalahan manajemen terhadap pemeringkatan investasi terkadang masih minim untuk dilakukan. Tercatat di Bond Pricing Agency Malaysia (BPAM) di tahun 2005–2011 ada 17% perusahaan tidak melakukan pemeringkatan atas investasi surat utang, dengan alasan biaya pemeringkatan terlalu mahal (Arundina, Omar, & Kartiwi, 2015). Oleh karena itu perusahaan harus memberikan informasi keuangan dan non-keuangan kepada *stakeholder*, agar informasi tersebut dapat menjadi sebuah sinyal sebagai keputusan atau penilaian *stakeholder* terhadap sukuk yang dipublikasikan.

Dari kasus obligasi dan sukuk di atas, diperlukan tata kelola yang baik. Tata kelola investasi yang baik tidak hanya sekedar kepatuhan, karena akan membatasi ruang lingkup (Drew & Walk, 2019). Menurut penelitian Gliberman Steven dan Shapiro Daniel (2003) tata kelola investasi meliputi sistem hukum yang efektif,

independen dan transparan yang melindungi hak individu, kredibel, dan jujur. Oleh karena itu diperlukan *good corporate governance* (GCG) agar dapat melaksanakan tata kelola investasi dengan baik.

Menurut penelitian Bhojrac & Sengupta (2001) hubungan mekanisme *corporate governance* dengan peringkat utang dapat mengurangi risiko gagal bayar. Mengurangi risiko gagal bayar melalui pengurangan biaya agensi dengan cara memonitor kinerja manajemen dan asimetri informasi antara perusahaan dengan kreditur. Jajaran komisaris, direksi dan dewan pengawas syariah bagi lembaga keuangan syariah di setiap perusahaan wajib melakukan *self-assessment* dan melaporkan pada laporan tahunan GCG. *Self-assessment* berdasarkan pada *governance structure, governance process, dan governance outcome*.

Corporate governance juga dapat membantu menjelaskan peringkat utang antar perusahaan tetapi faktor utama penentu dari peringkat utang adalah kondisi keuangan perusahaan (Bradley, Chen, Dallas, & Snyderwine, 2007). Dalam melihat kondisi kinerja keuangan perusahaan dapat menggunakan profitabilitas. Rasio profitabilitas dapat digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam memanfaatkan aktiva atau ekuitas dalam memperoleh laba. Pada penelitian Al Haraqy & Ningish (2017)

dan Silviani (2018) menunjukkan bahwa ketika profitabilitas perusahaan diukur dengan *return on asset* (ROA) semakin baik, maka rating sukuk akan semakin baik pula.

Firm size digunakan sebagai tolak ukur yang menunjukkan besar atau kecilnya perusahaan. Pengukuran *firm size* menggunakan total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin besar total aset, maka kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban semakin baik, yaitu dengan menggunakan aset yang dimiliki. Hal ini sejalan dengan penelitian Azizah (2018) dan Silviani (2018) menggunakan ukuran perusahaan diukur melalui total aset yang berpengaruh secara signifikan terhadap rating sukuk. Pada hasil penelitian Pranoto, Anggraini, & Takidah (2017) yang menyatakan bahwa *firm size* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap rating sukuk. Pada penelitian di atas menggunakan *firm size* dan profitabilitas memiliki hasil penelitian yang tidak konsisten terhadap rating sukuk.

Pada penelitian Melzaini Melzatia, Firdaus, & Hammat (2019) dan Edo & Wasilah (2013) dan Hariani (2011) dalam variabel *corporate governance* menggunakan variabel bersifat *corporate structure*. Pada penelitian ini menggunakan variabel bersifat *governance structure, governance process, dan governance outcome* dengan menggunakan *self-assessment*. Pada non-keuangan dapat

dipengaruhi oleh *corporate governance*, sedangkan pada keuangan dapat dipengaruhi oleh profitabilitas dan *firm size*. Pada penelitian ini menggunakan sukuk mudarabah karena pembagian hasil bergantung pada kinerja perusahaan dengan perhitungan nisbah. Oleh karena itu pada penelitian ini akan membahas pengaruh profitabilitas, *corporate governance*, dan *firm size* terhadap rating sukuk pada sukuk mudarabah perusahaan keuangan bank dan non-bank.

TINJAUAN TEORI

Signaling Theory

Dalam keuangan, teori sinyal menurut Brigham & Houston (2013: 471) adalah *an action taken by a firm's management that provides clues to investors about how management views the firm's prospects*. Sinyal ini menunjukkan perusahaan akan selalu berusaha memberikan sinyal positif berupa kinerja perusahaan kepada pihak eksternal melalui pengungkapan informasi (Ifada, Faisal, Ghazali, & Udin, 2019). Dalam hal ini sinyal merupakan suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan untuk memberikan petunjuk (*information content*) yang dapat memberikan opini penilaian pihak lain (Gumanti, 2009). Prospek perusahaan merupakan hasil penilaian atau opini stakeholder atas kinerja perusahaan (Simiyu, 2014).

Sukuk

Dewan Standar Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) dalam DSN MUI NO 32/DSN-MUI/IX/2002 mendefinisikan sukuk adalah surat berharga jangka panjang yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi-hasil, *margin* atau *fee*, dan membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Sukuk memiliki karakteristik yang unik dalam praktiknya. Berikut karakteristik sukuk menurut Ariff, Iqbal, & Mohamad (2012: 14-15):

1. Penerbit menaruh aset ke *Special Purpose Company* (SPC).
2. *If there are no assets to back a loan, there is no funding*, hal ini menjadi prinsip fundamental dalam sukuk karena dalam sukuk mewajibkan adanya *underlying asset* atau aktivitas yang mendasarinya.
3. Sukuk menggunakan *profit ratio* dalam menentukan imbal hasil ke investor. Bagi hasil dilakukan pada jangka waktu yang sudah ditentukan. Jika terjadi kerugian pada periode tersebut, maka tidak ada imbal hasil atau sebagian saja.

Setiap sukuk yang diterbitkan harus melakukan pemeringkatan atau rating. Rating adalah penilaian obligasi atau sukuk dari sudut pandang investasi (Safari, Ariff, & Mohamad, 2014: 113). Dengan kata lain

merupakan tindakan meneliti dan menganalisis kemampuan penerbit investasi untuk membayar pokok dan bagi hasil atau bunga kepada investor.

Corporate Governance

Menurut Cadbury (1992) *corporate governance* adalah sistem pengendali perusahaan dengan tujuan agar mencapai keseimbangan antara kewenangan yang diperlukan oleh perusahaan untuk menjamin eksistensi dan kepentingan *stakeholder*.

Self-assessment merupakan penilaian mandiri yang dilakukan oleh manajemen perusahaan terhadap pelaksanaan prinsip-prinsip GCG (Thontowi & Hartono, 2014). Dalam No.10/SEOJK.03/2014 dan BI 8/14/PBI/2006 berisikan 11 faktor penilaian pelaksanaan GCG yang berdasarkan pada *governance structure*, *governance process* dan *governance outcome*.

Profitabilitas

Profitabilitas digunakan untuk mengukur seberapa efisien suatu perusahaan dalam memanfaatkan asetnya dan mengelola kegiatan operasinya (Ross, Westerfield, Lim, & Tan, 2015: 72). Tingkat profitabilitas yang tinggi dapat mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk *going concern* sekaligus mencerminkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya.

Firm Size

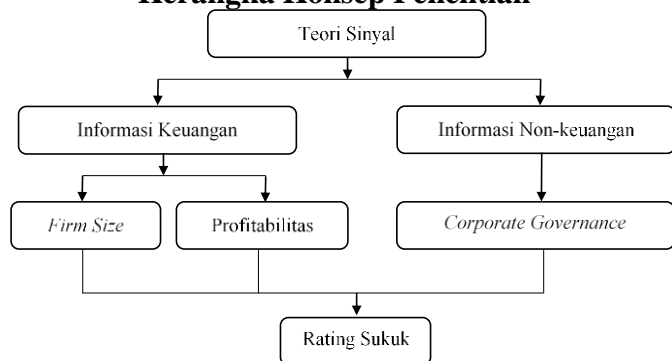
Firm size adalah besar atau kecilnya perusahaan yang diukur melalui total aset,

total penjualan dan total ekuitas nilai pasar (Dang, Li, & Yang, 2017). Tujuan investor mengetahui ukuran perusahaan dan mengetahui tingkat kedewasaan perusahaan yang mencerminkan bahwa perusahaan lebih stabil dan lebih mampu dalam melunasi utang-utangnya.

Kerangka Konsep Penelitian Dan Hipotesis

Kerangka konseptual penelitian ini menguji variabel independen profitabilitas, *corporate governance* dan *firm size* terhadap variabel dependen yaitu rating sukuk berdasarkan teori sinyal. Pada penelitian ini, yang dimaksud dengan sinyal adalah informasi keuangan dan non-keuangan yang diberikan perusahaan kepada lembaga pemeringkat dalam hal ini informasi terkait profitabilitas, *corporate governance* dan *firm size*. Teori sinyal pada penelitian ini menggunakan *signaling models of investment corporate* adalah sinyal kinerja perusahaan dan pengelolaan perusahaan untuk mencapai laba (Gumanti, 2009).

Gambar 1
Kerangka Konsep Penelitian



H₁: Profitabilitas berpengaruh signifikan positif terhadap rating sukuk.

Profitabilitas yang diukur dengan ROA dapat menjadi sinyal bagi perusahaan ke lembaga pemeringkat, semakin tinggi ROA perusahaan maka mendapatkan rating makin tinggi. Hal ini disebabkan profitabilitas yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan mampu mengelola bisnis dengan baik dan mendapatkan keuntungan. Perhitungan ROA adalah pengembalian atas jumlah aktiva yang digunakan dalam perusahaan. Pada penelitian Silviani (2018) dan Al Haraqi & Ningish (2017) Profitabilitas yang diukur dengan ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap rating sukuk. Ketika profitabilitas perusahaan semakin baik maka peringkat sukuk juga akan semakin baik sehingga pada penelitian ini pengaruh profitabilitas memiliki pengaruh positif.

H₂: Corporate governance berpengaruh signifikan positif terhadap rating sukuk.

Laporan tahunan GCG yang diterbitkan perusahaan dapat menjadi sinyal pertimbangan bagi lembaga pemeringkat dan investor. Semakin baik perusahaan melaksanakan *corporate governance*, maka semakin baik rating yang didapat. Dalam mengelola bisnis diperlukan tata kelola yang baik guna menghasilkan nilai ekonomi yang berkesinambungan bagi para *stakeholder*.

Pada penelitian terdahulu Fadil (2017); Hariani (2011) menggunakan variabel

dewan komisaris, komisaris independen, *block holder*, komite audit mempengaruhi secara signifikan terhadap rating sukuk. Penelitian Melzattia, Firdaus, & Hammat (2019) dan Edo & Wasilah (2013) hanya komite audit berpengaruh signifikan. *Corporate governance* pada penelitian ini diukur melalui *self-assessment* yang dilaporkan setiap perusahaan pada *annual report* atau laporan tahunan GCG). Ketika *self-assessment* perusahaan semakin baik maka peringkat sukuk juga akan semakin baik sehingga pada penelitian ini pengaruh *self-assessment* memiliki pengaruh positif.

H₃: Firm size berpengaruh signifikan positif terhadap rating sukuk.

Firm size menjadi sinyal bagi lembaga rating untuk menilai rating sukuk, agar dapat menjadi bahan pertimbangan investor dalam berinvestasi. Pada Azizah (2018) dan Silviani (2018) *firm size* berpengaruh positif terhadap rating sukuk. Semakin besar perusahaan, maka semakin mampu dalam memenuhi kewajiban perusahaan sehingga memiliki pengaruh positif.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan deskriptif dan pendekatan kuantitatif. Jenis penelitian ini adalah *hypothesis testing* yang menguji hipotesis profitabilitas, *corporate governance*, dan *firm size* terhadap rating sukuk.

Penelitian ini menggunakan pengumpulan data sekunder, pengumpulan data sekunder adalah data yang sudah

diterbitkan dan tidak harus dikumpulkan oleh peneliti (Sekaran & Roger, 2016; 396). Pengambilan data dari laporan keuangan tahunan perusahaan dalam industri keuangan yang menerbitkan sukuk mudarabah tahun 2017-2019 dan *outstanding* sukuk 2017-2019 di Kustodian Sentral Efek Indonesia.

Populasi pada penelitian ini adalah sukuk yang beredar pada tahun 2016-2018 yang berjumlah 40. Pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling*. Teknik *purposive sampling* adalah pengambilan sampel yang terbatas pada ketentuan yang dapat memberikan informasi yang diinginkan (Sekaran & Roger, 2016: 248). Pada penelitian ini sampel yang digunakan berdasarkan syarat yang telah ditentukan, yaitu sebagai berikut:

1. Sukuk yang terdaftar di KSEI dan masih *outstanding* di tahun 2016-2018.
2. Sukuk yang diterbitkan sudah melakukan pemeringkatan oleh lembaga pemeringkat.
3. Sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan adalah sukuk mudarabah.
4. Sukuk yang diterbitkan berasal dari lembaga keuangan.

Tabel 1
Pengambilan Sampel

No	Keterangan	Jumlah
1	Sukuk yang terdaftar di KSEI dan masih <i>outstanding</i> di tahun 2016-2018.	40
2	Sukuk yang diterbitkan belum melakukan pemeringkatan oleh lembaga pemeringkat secara konsisten 2016-2018.	(0)
3	Sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan bukan sukuk mudarabah.	(28)
4	Sukuk yang diterbitkan bukan berasal dari lembaga keuangan.	(1)
	Total Sampel 11 Selama 3 tahun	33

Definisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel dependen pada penelitian adalah rating sukuk. Pada penelitian ini yang dibagi menjadi sembilan kategori mengacu pada penelitian Hariani (2011), yang sudah mengalami modifikasi pada pengukuran. Berikut klasifikasi sampel rating sukuk:

Tabel 2
Rating Sukuk

No	Peringkat	Kategori
1	idAAA	8
2	idAA+	7
3	idAA	6
4	idAA-	5
5	idA+	4
6	idA	3
7	idA-	2
8	IdBBB+	1
9	IdBBB	0

Sumber: Hariani (2011)

Variabel independen pada penelitian ini adalah:

1. Pada penelitian ini, mengukur profitabilitas menggunakan ROA. ROA adalah pengembalian atas jumlah aktiva yang digunakan dalam perusahaan (Ross, Westerfield, Lim, & Tan, 2015: 72). Untuk mengukur profitabilitas dengan ROA dapat menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Return on Assets} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

2. *Corporate governance* diukur menggunakan *self-assessment* perusahaan keuangan bank dan non-bank berdasarkan *governance structure*, *governance process* dan *governance outcome*.

Tabel 3
Penilaian Corporate Governance

Kategori	Peringkat
Sangat Baik	5
Baik	4
Cukup Baik	3
Kurang Baik	2
Tidak Baik	1

3. *Firm size* adalah besar atau kecilnya perusahaan yang diukur melalui total aset, total penjualan dan total ekuitas nilai pasar (Dang, Li, & Yang, 2017). Pada penelitian ini mengukur *firm size* sebagai berikut:

$$\text{Firm Size} = \text{Ln Total Asset}$$

Metode Analisis Data

Pada penelitian ini sebelum pengujian dengan analisis regresi linier berganda, melakukan deskriptif data dan pengujian

asumsi klasik. Tujuan dari uji asumsi klasik agar koefisien regresi memenuhi kriteria *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE) serta menanggulangi kemungkinan penyimpangan asumsi klasik. Pada uji asumsi klasik menggunakan Uji Normalitas, Uji Heteroskedastisitas, Uji Multikolinieritas, dan Uji Autokorelasi.

Untuk menguji hubungan antar variabel bebas dengan variabel terikat digunakan teknik analisis regresi linear berganda (Perdana, 2016: 61). Berikut model regresi linear berganda pada penelitian ini:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + e$$

Keterangan:

Y = Rating Sukuk

X₁ = Profitabilitas

X₂ = *Corporate governance*

X₃ = *Firm Size*

α = Konstanta

β = Koefisien Regresi

e = *Disturbance error* (faktor pengganggu/residual)

Uji F digunakan untuk menguji kelayakan model regresi yang telah terbentuk. Uji F ini perlu dilakukan untuk memastikan persamaan regresi dapat digunakan untuk menaksir nilai variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu (Perdana, 2016: 66). Pengambilan keputusan Uji F dapat membandingkan nilai signifikansi F hitung dengan F tabel dengan ketentuan Jika F_{hitung} > F_{tabel}, artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari

semua variabel bebas (X) terhadap variabel terikat (Y).

Uji koefisien determinasi merupakan suatu nilai yang dapat menggambarkan sejauh mana variabel independen dalam penelitian mempengaruhi variabel terikat dari pada pengaruh variabel lain di luar model regresi penelitian.

HASIL PENELITIAN

Statistik Deskriptif

Tabel 4
Analisis Deskriptif

	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>
Profitabilita	.00042	.05763	.02012 36	.01947573
<i>Corporate Governance</i>	3	5	3.82	.584
<i>Firm Size</i>	1624223 9	1775328 58	52083217 .61	43657554 .295
Rating Sukuk	2	8	5.42	2.346

Profitabilitas dari tahun 2016-2018 memiliki rata-rata 2.012% dari nilai maksimum sebesar 6%, yang artinya bahwa rata-rata tingkat pengembalian aset masih rendah. Pada *corporate governance* memiliki rata-rata sebesar 3.82, dari nilai maksimal 5 yang artinya rata-rata perusahaan pada sampel ini memiliki *self-assessment* dengan kategori baik. Pada *firm size* memiliki rata-rata Rp 52.082 M dari nilai maksimum sebesar Rp 177.532 M, yang artinya sebagian besar perusahaan masih memiliki *firm size* dibawah rata-rata. Pada rating sukuk memiliki rata-rata sebesar 5.4242 yang artinya rata-rata sukuk

yang diterbitkan pada sampel perusahaan ini memiliki rating idAA-.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Analisis statistik yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *One Sample Kolmogorov-Smirnov Test*. Ketentuan dalam *One Sample Kolmogorov-Smirnov Test* jika variabel lebih besar dari 0.05 normalitas dapat dipenuhi. Berikut hasil dari *One Sample Kolmogorov-Smirnov Test*:

Tabel 5
Uji One sample Kolmogorov-Smirnov Test
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		<i>Unstandardized Residual</i>
<i>N</i>		33
<i>Monte Carlo Sig. (2-tailed)</i>	<i>Sig.</i>	.851 ^e

Dari hasil statistik yang dilakukan menggunakan *One Sample Kolmogorov-Smirnov Test* diperoleh nilai *Sig.* lebih besar dari 0.05 yaitu sebesar 0.851, sehingga dapat disimpulkan bahwa normalitas dapat dipenuhi.

Uji Heteroskedastitas

Analisis statistik yang digunakan dalam penelitian ini yaitu Uji *Park*. Ketentuan dalam Uji *Park* jika variabel lebih besar dari 0.05, maka tidak terjadi heteroskedastisitas dapat dipenuhi.

Tabel 6
Hasil Uji Park
Coefficients^a

<i>Model</i>		<i>Sig.</i>
1	<i>(Constant)</i>	.287
	Profitabilitas	.639
	<i>Corporate Governance</i>	.654
	<i>Firm Size</i>	.188

Pada hasil statistik yang dilakukan menggunakan Uji Park diperoleh nilai *Sig.* keseluruhan variabel lebih besar dari 0.05, sehingga dapat disimpulkan bahwa Uji Heteroskedasitas dapat dipenuhi.

Uji Multikolinierias

Untuk mendeteksi multikolinieritas adalah dengan melihat hasil nilai *tolerance* dan VIF. Untuk mendeteksi multikolonieritas bila nilai *tolerance* > 0.1 dan nilai VIF < 10, maka tidak terjadi multikolinieritas.

Tabel 7
Hasil Uji Multikolonieritas

<i>Coefficients^a</i>			
<i>Model</i>		<i>Collinearity Statistics</i>	
		Tolerance	VIF
1	<i>(Constant)</i>		
	Profitabilitas	.534	1.873
	<i>Corporate Governance</i>	.651	1.537
	<i>Firm Size</i>	.632	1.583

Berdasarkan hasil Uji Multikolonieritas menunjukkan bahwa *tolerance* > 0.1 dan keseluruhan nilai VIF < 10. Dari pengujian multikolinieritas dapat dikatakan tidak terjadi multikolonieritas antar variabel bebas, maka dapat disimpulkan bahwa uji

asumsi tidak adanya multikolonieritas dapat dipenuhi.

Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi untuk melihat antara kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya. Untuk mendeteksi gejala autokorelasi dapat menggunakan Uji *Durbin-Watson* (D-W).

Tabel 8
Hasil Uji Durbin-Watson
Model Summary^b

<i>Model</i>	<i>Durbin-Watson</i>
1	1.840

Pengujian asumsi menunjukkan nilai 1.840 yang nilai D-W terletak diantara -2 sampai +2. Hal ini dapat disimpulkan tidak ada autokorelasi antar variabel bebas.

Analisis Regresi Berganda

Pada penelitian ini variabel independen menggunakan profitabilitas (X1), *corporate governance* (X2), *firm size* (X3) dan variabel dependen adalah rating sukuk (Y). Hasil dari regresi berganda yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut.

Uji F

Uji statistik F digunakan untuk menguji kelayakan model regresi yang telah terbentuk. Uji F menyatakan bahwa Uji F dilakukan dengan membandingkan signifikansi F_{hitung} dengan F_{tabel} .

Tabel 9
Uji Goodness of Fit
ANOVA^a

Model		F	Sig.
1	Regression	44.441	.000 ^b
	Residual		
	Total		

Pada Tabel 4.6 Nilai F_{hitung} untuk model regresi ini adalah 44.441, sedangkan untuk F_{tabel} mendapat 2.92. Berdasarkan nilai hitung tersebut $44.441 > 2.92$ bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari semua independen (X) terhadap variabel dependen (Y).

Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi merupakan suatu nilai yang dapat menggambarkan sejauh mana variabel independen dalam penelitian mempengaruhi variabel terikat dari pada pengaruh variabel lain di luar model regresi penelitian.

Tabel 10
Koefisien Determinasi

Model Summary ^b			
Model	R	R Square	Adjusted R Square
1	.906 ^a	.821	.803

Model summary menghasilkan besarnya nilai *adjusted R²* pada persamaan ini adalah 0.803. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen profitabilitas, *corporate governance*, dan *firm size* mampu menjelaskan variabel dependen rating sukuk sebesar 80.3%, sedangkan 19.7% sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

Uji T

Uji T digunakan untuk menguji koefisien regresi dari variabel independen terhadap variabel dependen. Hipotesis yang diputuskan bila nilai probabilitas signifikan lebih dari 0.5 maka hipotesis ditolak, jika nilai probabilitas signifikan kurang dari 0.5 maka hipotesis diterima.

Tabel 11
Hasil Uji T

Coefficients ^a				
Model	Unstandardized Coefficients		Sig.	Keputusan Hipotesis
	B	Std. Error		
(Constant)	-3.305	1.137	.007	
Profitabilitas	.279	.036	.000	Diterima
Corporate Governance	.767	.310	.019	Diterima
Firm Size	.295	.076	.001	Diterima

Berdasarkan tabel di atas, maka dapat diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = -3.305 + (.279)X_1 + (.767)X_2 + (.295)X_3 + e$$

Berdasarkan hasil Uji T yang telah dilakukan maka dapat diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Variabel profitabilitas mempunyai nilai *Sig.* 0.00 yaitu lebih kecil dari taraf signifikansi yaitu 0.05. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap rating sukuk. Nilai koefisien variabel profitabilitas sebesar 0.279 dengan tanda positif yang berarti profitabilitas berpengaruh positif terhadap rating sukuk. Hasil Uji T dapat disimpulkan

bahwa H_1 profitabilitas berpengaruh signifikan positif terhadap rating sukuk diterima.

2. Variabel *corporate governance* mempunyai nilai *Sig.* 0.19 yaitu lebih kecil dari taraf signifikansi yaitu 0.05. Hal ini menunjukkan bahwa *corporate governance* berpengaruh signifikan terhadap rating sukuk. Nilai koefisien variabel *corporate governance* sebesar 0.767 dengan tanda positif yang berarti *corporate governance* berpengaruh positif terhadap rating sukuk. Hasil Uji T dapat disimpulkan bahwa H_2 *corporate governance* berpengaruh signifikan positif terhadap rating sukuk diterima.
3. Variabel *firm size* mempunyai nilai *Sig.* 0.00 yaitu lebih kecil dari taraf signifikan yaitu 0.05. Hal ini menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh signifikan terhadap *rating sukuk*. Nilai koefisien variabel *firm size* sebesar 0.295 dengan tanda positif yang menunjukkan *firm size* berpengaruh positif terhadap rating sukuk. Hasil Uji T dapat disimpulkan bahwa H_3 *firm size* berpengaruh signifikan positif terhadap rating sukuk diterima.

Pembahasan Hasil Penelitian

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Rating Sukuk

Hasil penelitian menunjukkan nilai *Sig.* 0.00 yang berarti variabel profitabilitas secara signifikan berpengaruh terhadap rating sukuk. Nilai koefisien 0.279 dengan

nilai positif, sehingga menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas yang diukur melalui profitabilitas akan meningkatkan rating sukuk. Hal ini juga sebaliknya jika profitabilitas perusahaan rendah, maka akan mendapatkan rating sukuk rendah.

Penggunaan profitabilitas sebagai pengambil keputusan yang dilakukan oleh perusahaan yang menunjukkan gabungan efek-efek dari likuiditas, manajemen aktiva, dan utang pada hasil operasi. Perusahaan dengan rasio profitabilitas tinggi berarti memiliki laba bersih yang besar dari pada jumlah aset yang dimiliki. Oleh karena itu dengan semakin tingginya profitabilitas yang didapat, maka akan semakin tinggi peringkat sukuk yang didapat karena memiliki kinerja keuangan lebih baik.

Hal ini disebabkan oleh lembaga peringkat yang menggunakan profitabilitas sebagai salah satu faktor menentukan peringkat sukuk sebagai alat untuk mengukur kinerja perusahaan dalam mengelola bisnisnya (Brigham & Houston, 2013). Dengan hal ini profitabilitas yang diumumkan perusahaan merupakan sebuah sinyal. Profitabilitas perusahaan mempengaruhi lembaga pemeringkat untuk menentukan rating sukuk. Dengan perusahaan memberikan informasi peringkat sukuk baik akan mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki profitabilitas yang baik. Hal ini yang dibutuhkan oleh investor agar bisa memutuskan apakah harus membeli sukuk atau tidak.

Tentu hal ini berpengaruh pada sukuk mudarabah yang bagi hasil bergantung pada besarnya laba perusahaan. Semakin tingginya profitabilitas perusahaan, maka akan meningkatkan rating sukuk. Oleh karena itu dengan semakin tingginya profitabilitas yang didapat, maka akan semakin tinggi peringkat sukuk yang didapat karena memiliki kinerja keuangan lebih baik.

Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap Rating Sukuk

Hasil penelitian menunjukkan nilai *Sig.* 0.19 yang berarti variabel *corporate governance* yang diukur melalui hasil *self-assessment* secara signifikan berpengaruh terhadap rating sukuk. Nilai koefisien 0.767 dengan tanda positif, sehingga menunjukkan bahwa semakin tinggi *corporate governance* yang diukur melalui *self-assessment* akan meningkatkan rating sukuk. Hal ini juga sebaliknya jika *corporate governance* perusahaan rendah, maka akan mendapatkan rating sukuk rendah.

Self-assessment pada perusahaan industri keuangan digunakan sebagai pengukur kinerja yang diatur dalam OJK No.10/SEOJK.03/2014 dan BI 8/14/PBI/2006. Pada kebijakan tersebut memiliki sebelas unsur yang sama dan menggunakan indikator penilaian yang sama. Bila mendapatkan nilai satu, maka penerapan *corporate governance* pada perusahaan tersebut mendapat nilai “sangat

baik”. Sedangkan bila mendapat nilai lima, maka mendapat nilai “tidak baik”. Hal ini sesuai dengan penelitian yang menunjukkan bahwa bila semakin baik penilaian *corporate governance* yang diukur menggunakan *self-assessment*, maka semakin tinggi rating sukuk. Dengan hal ini *corporate governance* yang diukur *self-assessment* yang diumumkan perusahaan merupakan sebuah sinyal. Pelaksanaan *self-assessment* oleh lembaga perusahaan mempengaruhi lembaga pemeringkat untuk menentukan rating sukuk.

Jika melihat kasus *fraud, corporate governance* perusahaan tersebut akan menjadi berkurang dan akan berdampak pada berkurangnya kepercayaan investor terhadap perusahaan. Tentu hal ini dapat berdampak pada rating sukuk yang akan semakin turun dan akan memicu konflik keagenan yang berujung ketidaksesuaian antara pemegang sukuk dan perusahaan penerbit sukuk. Konflik tersebut akan mengurangi kredibilitas peringkat yang diberikan oleh lembaga pemeringkat. Akibat dari hal ini akan mengindikasikan bahwa penerapan *corporate governance* pada perusahaan tersebut masih lemah (Mili & Abid, 2016).

Pengaruh *Firm Size* Terhadap Rating Sukuk

Hasil penelitian menunjukkan nilai *Sig.* 0.00 yang berarti variabel *firm size* secara signifikan berpengaruh terhadap rating sukuk. Nilai koefisien 0.295 dengan nilai

positif menunjukkan bahwa semakin besar *firm size*, maka akan meningkatkan rating sukuk. Begitu juga sebaliknya jika semakin kecil *firm size*, maka akan mendapatkan rating sukuk rendah.

Firm size dapat diukur dari total aset yang dimiliki perusahaan yang dapat dipergunakan untuk kegiatan perusahaan. Apabila aset perusahaan yang dimiliki besar, maka penggunaan dana yang digunakan sebagai aktivitas pembiayaan semakin besar. Jika perusahaan memiliki jumlah aset yang besar, maka kemungkinan perusahaan mengalami gagal bayar kecil dan memiliki keuangan yang stabil, sehingga memiliki *default risk* dan *asset rated risk* yang kecil (Sun & Cui, 2012). *Firm size* yang diumumkan perusahaan merupakan sebuah sinyal bagi lembaga pemeringkat untuk menentukan rating sukuk.

Firm size akan dipertimbangkan oleh investor dalam mengambil keputusan membeli sukuk. Jika suatu saat terjadi gagal bayar, maka investor dapat menggunakan *underlying asset* yang dimiliki perusahaan untuk membayar bagi hasil atau jatuh tempo kepada investor.

Teori Hasil Penelitian

Pada penelitian ini mengkonfirmasi hipotesis dengan menguji menggunakan analisis regresi linier berganda. Pada penelitian ini rating sukuk dipengaruhi oleh sinyal informasi berupa profitabilitas,

corporate governance dan *firm size* sebagai variabel independen.

Perusahaan memberikan informasi keuangan dan non-keuangan merupakan sinyal bagi *stakeholder* sebagai keputusan atau penilaian terhadap sukuk yang dipublikasikan. Teori hasil penelitian ini, menunjukkan bahwa informasi kualitas dan kredibilitas kinerja keuangan dan *corporate governance* penerbit dapat memberikan pengaruh lembaga pemeringkat dalam menentukan rating sukuk. Pengumuman profitabilitas, *corporate governance*, dan *firm size* akan memicu rating sukuk terhadap prospek sukuk perusahaan. Dengan demikian investor dapat melihat rating sukuk yang dapat merepresentasikan kualitas dan kredibilitas kinerja keuangan dan *corporate governance*.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah profitabilitas, *corporate governance*, dan *firm size* memiliki pengaruh terhadap rating sukuk pada sukuk mudarabah lembaga keuangan bank dan non-bank. Berdasarkan hasil pengujian, secara keseluruhan profitabilitas, *corporate governance*, dan *firm size* memiliki pengaruh terhadap rating sukuk sebagai berikut:

1. Profitabilitas memiliki pengaruh signifikan positif terhadap rating sukuk. Menunjukkan bahwa ketika kinerja perusahaan diukur melalui profitabilitas meningkat, maka rating sukuk pada

perusahaan penerbit akan mendapat lebih tinggi.

2. Hasil pengujian menyatakan bahwa *corporate governance* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap rating sukuk. Pada penelitian ini menggunakan *self-assessment* dalam mengukur *corporate governance*. Menunjukkan bahwa ketika *corporate governance* mendapat nilai semakin baik, maka akan mendapat rating sukuk lebih tinggi. Hal ini berkaitan dengan hubungan *agency* antara lembaga pemeringkat investor, dan penerbit sukuk, bila terjadi kasus *fraud* akan berpengaruh terhadap menurunnya rating sukuk.
3. *Firm size* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap rating sukuk, yang artinya semakin besar *firm size*, maka akan meningkatkan rating sukuk. Perusahaan memiliki jumlah aset yang besar, maka kemungkinan perusahaan mengalami gagal bayar kecil dan memiliki kinerja keuangan yang stabil. Jika terjadi gagal bayar, maka pemegang sukuk dapat menggunakan aset yang dimiliki penerbit sebagai ganti rugi atas gagal bayar bagi hasil.

Keterbatasan Penelitian

Selama penelitian tidak lepas dari keterbatasan penelitian yang dimiliki oleh peneliti. Pada penelitian ini keterbatasan pada tidak adanya sukuk yang memiliki

rating sukuk dibawah idA, sehingga data rating sukuk masih kurang variatif.

Saran

Peneliti ingin studi dapat memberikan manfaat bagi penelitian selanjutnya mungkin sebagai referensi dan acuan. Disarankan pada penelitian selanjutnya menggunakan sampel sukuk lebih variatif dan memasukan rating sukuk yang memiliki nilai rendah.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmed, M. (2015). Islamic Project Finance: A Case Study of The East Cameron Project. *The Journal of Structured Finance*, 120-135.
- Al Haraq, M. S., & Ningish, E. S. (2017). Pengaruh return on asset, secure dan Maturity Terhadap Rating Sukuk. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Akuntansi*.
- Ariff, M., Iqbal, M., & Mohamad, S. (2012). *The Islamic Debt Market For Sukuk Securities*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited.
- Arundina, T., Omar, M. A., & Kartiwi, M. (2015). The Predictive Accuracy of Sukuk Rating; Multinomial logistic and Neural Network Inference. *Pasific-Basin Journal*, 273-292.
- Azizah, A. (2018). Pengaru Return on Asset, Current Ratio dan Firm Size terhadap Rating Sukuk pada Perusahaan Penerbit Sukuk Non Keuangan 2014-2017.
- Bhojrac, S., & Sengupta, P. (2001). *Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors*.
- Bradley, M., Chen, D., Dallas, G., & Snyderwine, E. (2007). The Relation between Corporate Governance and Credit Risk, Bond Yields and Firm Valuation.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2013). *Fundamental of Financial*

- Management*. Florida: Cengage Learning.
- Cadbury Committe. (1992). *The Financial Aspects Of Corporate Governance*. London: United Kingdom Shareholders Association.
- Dang, C., Li, Z. (., & Yang , C. (2017). Measuring Firm Size in Empirical Corporate Finance. *Journal of Banking and Finance*.
- Drew, M. D., & Walk, A. N. (2019). Investment Governance for Fiduciaries: The How and the Why.
- Edo, M., & Wasilah. (2013). Pengaruh Mekanisme Corporate Governance Terhadap Peringkat Rating Sukuk Perusahaan Di Indonesia.
- Fadil, Y. (2017). Pengaruh Corporate Governance, Leverage, dan Maturity Terhadap Rating Sukuk .
- Gumanti, T. A. (2009). Teori Sinyal Dalam Manajemen Keuangan.
- Hariani, D. (2011). Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance terhadap Risiko Kredit dan Yield Sukuk Ijarah Korporasi.
- Ifada, L. M., Faisal, Ghazali, I., & Udin. (2019). Company Attributes and Firm Value: Evidence from Companies Listed on Jakarta Islamic Index. *Revista Espacios*, 11.
- Indonesia, D. S. (2002). *Indonesia Paten No. 32/DSN-MUI/IX/2002* .
- Melzatia, S., Firdaus, R., & Hammat, Z. (2019). Sukuk Rating, the Involvement of Agency Theory. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*.
- Mili, M., & Abid, S. (2016). Do Corporate Bond Recovery Rates Monitored by Corporate Governance Mechanisms?
- Perdana, E. (2016). *Olah Data dengan SPSS 22*.
- Pranoto, G. E., Anggraini, R., & Takidah, E. (2017). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Produktivitas, dan Reputasi Auditor Terhadap Peringkat Sukuk.
- Prasetyo, H. (2018, July 19). *Pefindo menurunkan peringkat Sukuk Ijarah TPS Food II/2016 menjadi default*. Diambil kembali dari Kontan: <https://insight.kontan.co.id/news/pefindo-menurunkan-peringkat-sukuk-ijarah-tps-food-ii2016-menjadi-default>
- Rifai, V., & Arifin, A. (2010). *Islamic Banking : Sebuah Teori, Konsep dan Aplikasi*. Jakarta: Bumi Aksara.
- Ross, S. A., Westerfield, W. R., Lim, J., & Tan, R. (2015). *Pengantar Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Karya Salemba Empat.
- Safari, M., Ariff, M., & Mohamad, S. (2014). *Sukuk Securities* . Singapore: John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd.
- Sekaran, U., & Roger, B. (2016). *Research Methods*. Chichester: John Wiley & Sons. Ltd.
- Silviani, C. T. (2018). Pengaruh Mekanisme Corporate Governance Terhadap Peringkat Rating Sukuk Perusahaan Di Indonesia.
- Simiyu, A. (2014). Signaling Theory of Dividens. *Journal of Behavioral Finance* .
- Steven, G., & Shapiro, D. (2002). Governance Infrastructure and U.S Foreign Investment.
- Sun, W., & Cui, K. (2012). Value Chain, Value Strategies and Firm Default Risk.
- Thontowi, M., & Hartono, S. R. (2014). Implementasi Kebijakan Peraturan Bank Indonesia No.8/4/PBI/2006 Self Assessment Good Corporate Governance Pada Bank Go Public.
- Wareza, M. (2019, July 09). *Selain Cekak, Ini Alasan Emiten Alami Gagal Bayar Obligasi*. Diambil kembali dari CNBC: <https://www.cnbcindonesia.com/market/20190709151926-17-83683/selain-cekak-ini-alasan-emiten-alami-gagal-bayar-obligasi>
- Wijnbergen, S. V., & Zaheer, Z. (2013). Sukuk Default: On Distress Resolution in Islamic Finance. *Tinbergen Institute Discussion*.