

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

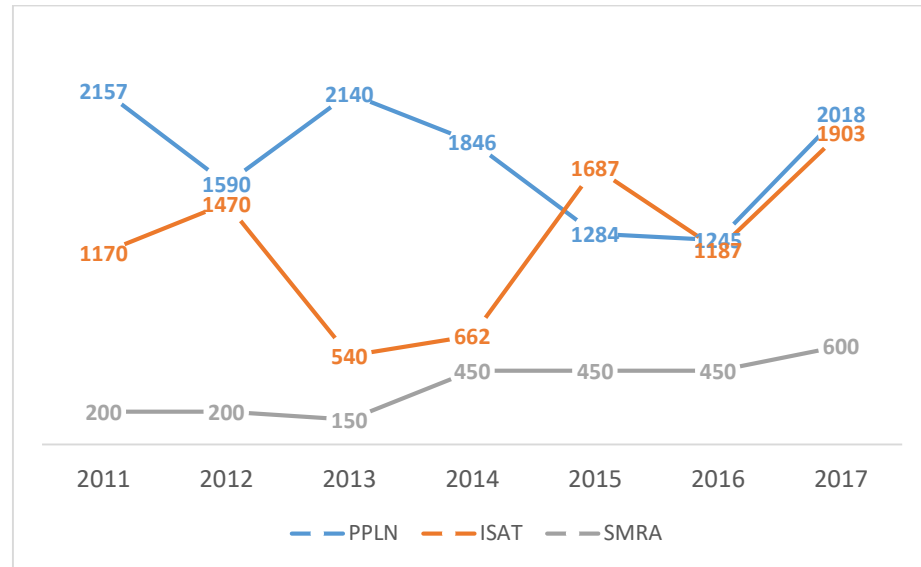
Dalam penelitian ini yang mencoba menganalisis bagaimana pengaruh dari *debt to Equity Ratio* (DER), *current ratio* (CR), ukuran perusahaan, inflasi, kurs terhadap USD, dan BIRate terhadap Nilai Outstanding Sukuk Korporasi periode 2011 sampai 2017.

Penelitian ini menggunakan data panel dengan model analisis *Fixed Effect*, melalui bantuan *software* statistik komputer, yakni StataSE15. Dari pengumpulan data ketiga perusahaan yang masuk dalam sampel, yakni PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT. Indosat Tbk, PT. Summarecon Agung Tbk, kemudian diperoleh data-data terkait variabel penelitian. Dari hasil pengumpulan data tersebut selanjutnya dilakukan estimasi pada data tersebut menggunakan analisis yang sesuai untuk penelitian ini. Selanjutnya melakukan interpretasi hasil estimasi dan terakhir memberikan penjelasan hasil temuan dari penelitian yang telah dilakukan.

A. Analisa Deskriptif Variabel Penelitian

1. Jumlah Outstanding Sukuk Korporasi

Jumlah sukuk yang beredar dari masing-masing perusahaan yang masuk dalam sampel penelitian ini disajikan dalam bentuk tabel berikut:



Gambar4.1
Jumlah Outstanding Sukuk Perusahaan

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan, data diolah

Terlihat dari grafik tersebut bahwa jumlah sukuk dari PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero) dan PT. Idosat Tbk terbilang cukup fluktuatif. Sedangkan untuk PT. Summarecon Agung Tbk, hanya terjadi penurunan pada tahun 2013 dan stagnan pada 2014 sampai 2016 sedangkan pada 2017 terjadi peningkatan.

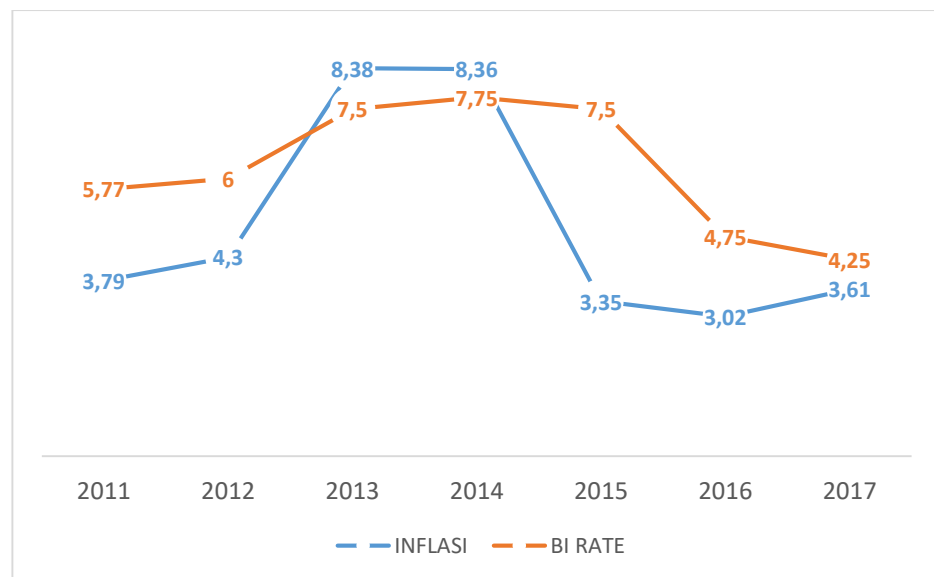
Pada PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero) jumlah outstanding sukuk terbesar adalah pada 2011, dengan nilai mencapai Rp2.157 miliar, sedangkan jumlah outstanding terkecil pada tahun Rp1.245 miliar. Rata-rata outstanding sukuknya berkisar Rp1754,29 miliar.

Pada PT. Idnosat Tbk jumlah outstanding terbesar pada tahun 2017 dengan nilai mencapai Rp1.903 miliar, sedangkan jumlah outstanding terkecil pada tahun 2013 dengan nilai Rp540 miliar. Rata-rata outstanding sukuknya berkisar Rp1231,29 miliar.

Pada PT. Summarecon Agung Tbk jumlah outstanding terbesar pada 2017 dengan nilai mencapai Rp600 miliar dan outstanding terkecil pada 2013 dengan nilai mencapai Rp150 miliar. Rata-rata outstanding sukuknya berkisar Rp357,14 miliar.

2. Inflasi dan BI Rate

Selama periode penelitian tingkat inflasi yang terjadi di Indonesia menunjukkan hasil sebagai berikut:



Gambar 4.2
Tingkat Inflasi dan BI rate 2011 s.d 2017

Sumber: Bank Indonesia dan Badan Pusat Statistik

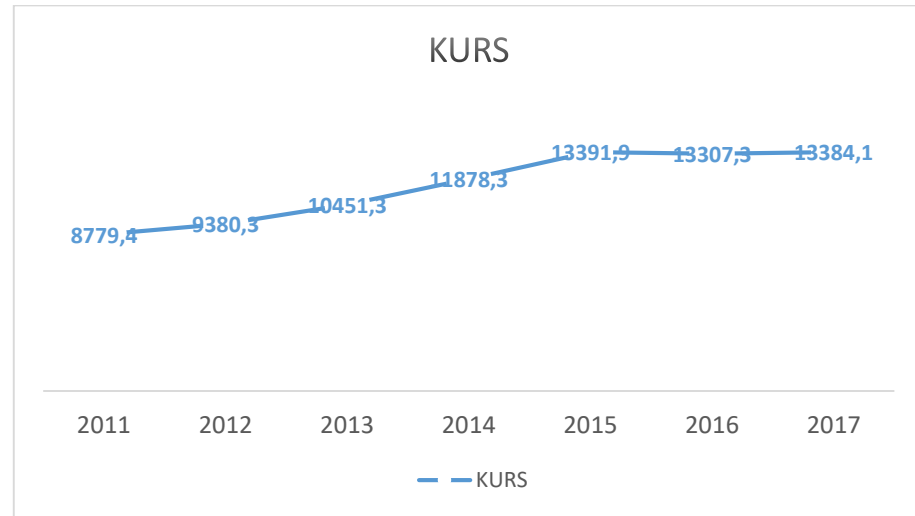
Dari grafik tersebut terlihat bahwa nilai fluktuasi inflasi yang tajam, pada 2013 nilainya mencapai 8,38% dari tahun sebelumnya yang hanya sebesar 4,3% dan 3,79%. Menurut Badan Pusat Statistik (BPS) kenaikan inflasi pada 2013 tersebut jauh dari target pemerintah pada APBN Perubahan 2013 yang ditargetkan sebesar 7,2%. Kenaikan yang tajam tersebut disebabkan oleh meroketnya harga beberapa komoditas. Menurut kepala BPS Suryamin dalam finance.detik.com pemicu kenaikan harga-harga komoditas tersebut karena meingkatkannya harga Bahan Bakar Minyak (BBM), dengan penyumbang kenaikan paling besar adalah Bensin sebesar 1,17%. Kemudian tahun 2014 kembali turun sebesar 8,36%. Menurut Badan Pusat Statistik (BPS) terjadinya kenaikan nilai ini karena meningkatnya Indeks Harga Konsumen dari semua kelompok output, dimana penyumbang terbesarnya berasal dari kelompok transportasi, komunikasi dan jasa keuangan.

Untuk tiga tahun selanjutnya nilai inflasi kembali turun dengan cukup drastis, yakni berada pada kisaran 3%, tahun 2015 sebesar 3,35%, tahun 2016 sebesar 3,02% dan tahun 2017 sebesar 3,61%. Penurunan ini menurut Hasil survey konsumen BI dalam [artikel nasional.kontan.id](http://nasional.kontan.id) disebabkan menurunnya Indeks Keyakinan Konsumen (IKK) akibatnya konsumsi rumah tangga menurun akibat daya beli masyarakat yang melemah. Hal tersebut yang menyebabkan harga-harga tidak mengalami kenaikan karena

daya beli masyarakatnya melemah disebabkan permintaan terhadap barang turun.

Dari grafik diatas terlihat pola pergerakan inflasi dengan BI rate yang hampir membentuk pola yang seirama. Seperti yang kita ketahui bahwa BI rate merupakan instrument moneter yang berhubungan erat dengan pengendalian inflasi. Pemerintah lewat kebijakan BI akan menetapkan BI rate mengikuti bagaimana tingkat inflasi yang terjadi. Pada tahun 2013 tingkat inflasi naik diatas target yang ditetapkan pemerintah, sehingga BI menaikkan BI rate sebesar 7,5% hal tersebut untuk mengendalikan agar laju inflasi tidak terlalu tinggi. Kemudian pada 2014 BI rate kembali dinaikan sebesar 25 basis pon menjadi 7,75% , pasalnya untuk merespon kenaikan yang terjadi pada inflasi ditahun tersebut. Kemudian untuk tiga tahun selanjutnya tingkat BI rate terus mengalami penurunan seiring menurunnya tingkat inflasi.

3. Kurs Terhadap USD



Gambar4.3
Kurs terhadap USD tahun 2011 s.d 2017

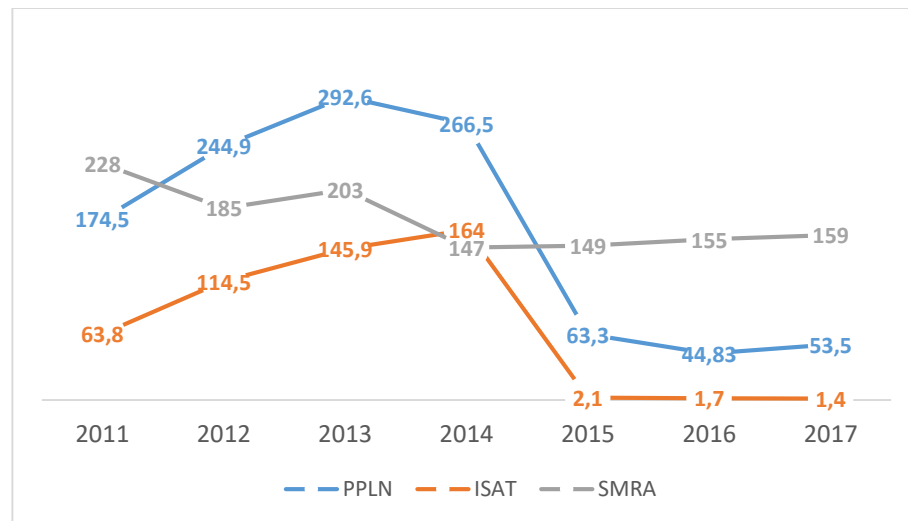
Sumber: Bank Indonesia

Dari grafik tersebut dapat kita lihat nilai kurs rupiah terus terdepresiasi terhadap USD. Pada 2013 hingga 2017 nilainya berada pada kisaran sepuluh hingga belasan ribu rupiah. Pada 2011 kurs rupiah sebesar Rp8.779 dan 2012 nilainya meningkat menjadi Rp9.380. Pada tahun-tahun selanjutnya yakni 2013 nilainya sebesar Rp10.451, 2014 meningkat menjadi Rp11.878. melemahnya nilai rupiah yang terjadi ditahun-tahun tersebut menurut berita yang dimuat dalam msn.com disebabkan karena terjadinya defisit neraca pembayaran, khususnya pada neraja berjalan. Pada 2013 juga didorong oleh ketidakpastian penyelesaian krisis hutang kepada Eropa, likuiditas valas yang terbatas serta wacana rencana pengurangan stimulus di Amerika Serikat kala itu. Kemudian pada 2015 terjadi pelemahan nilai kurs yang nilainya mencapai RpRp13.391 yang disebabkan

karena pemulihan ekonomi AS dan penghentian *quantitative easing* AS serta dinamika politik di masa transisi pemerintahan.

4. Debt to Equity Ratio (DER)

Tingkat DER dibawah 1.00 menandakan sebuah perusahaan memiliki hutang yang lebih kecil dari ekuitasnya Nadiyah (2018). Berikut adalah nilai DER dari perusahaan-perusahaan yang masuk dalam sampel penelitian ini.



Gambar 4.4
Debt to Equity Ratio 2011 s.d 2017

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan, data diolah

Pada grafik 4.1 dapat dilihat bahwa *debt to equity ratio* dari ketiga perusahaan dapat dikatakan sangat tinggi. Pada PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero) mulai terjadi penurunan nilai DER pada 2014 dan penurunan drastis di tahun 2015. Pada PT. Indosat Tbk baru terjadi

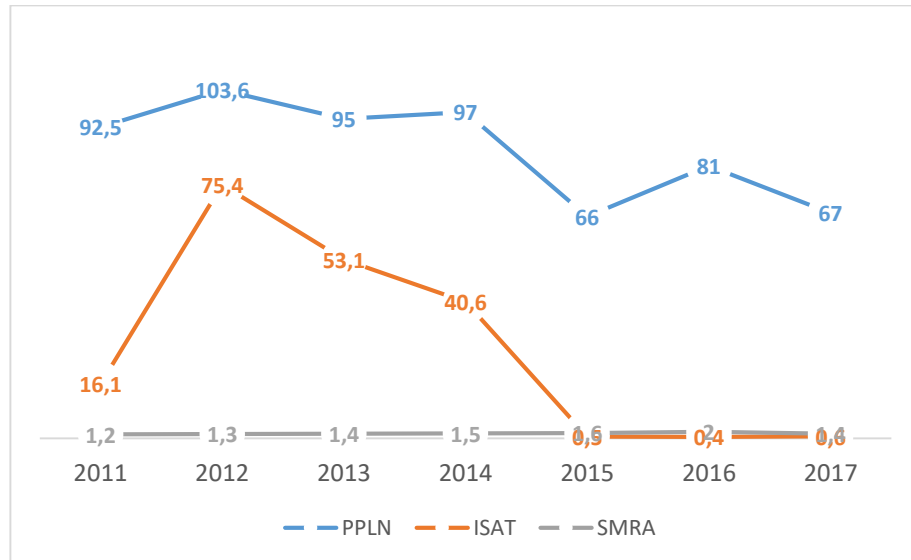
penurunan ditahun 2015. Sedangkan untuk PT. Summarecon Agung Tbk nilai DER nya cukup fluktuatif.

Ditahun 2011 DER tertinggi terjadi pada PT. Summarecon Agung Tbk yang sebesar 228,0%, pada tahun 2012-2014 tingkat DER tertinggi pada PT. Perusahaan Listrik Negara yang sebesar 244,9%, 292,6%, 266,5%. Sedangkan di tahun 2015-2017 DER tertinggi kembali dialami oleh PT. Summarecon Agung Tbk, dengan nilai 149.0%, 155,0%. Dan 159,0%.

Sedangkan untuk nilai DER terendah selama tahun 2011 sampai 2012 terjadi pada PT. Indosat Tbk dengan nilais sebesar 63,8%, 114,5% dan 145,9%. Pada 2015 nilai DER terendah terjadi pada PT. Summarecon Agung Tbk sebesar 147%. Selanjutnya pada 2016 hingga 2017 nilai DER terendah kembali terjadi pada PT. Indosat Tbk sebesar 2,1%, 1,7% dan 1,4%.

5. Current Ratio (CR)

Berikut adalah grafik nilai *current ratio* perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian.



Gambar 4.5
Current Ratio 2011 s.d 2017

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan, data diolah

Dari grafik tersebut nilai *current ratio* tertinggi dari tahun-tahun penelitian terjadi pada PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero) dengan nilai CR yang fluktuatif, yakni sebesar 92,5%, 103,6%, 95%, 97%, 66%, 81% dan 67%.

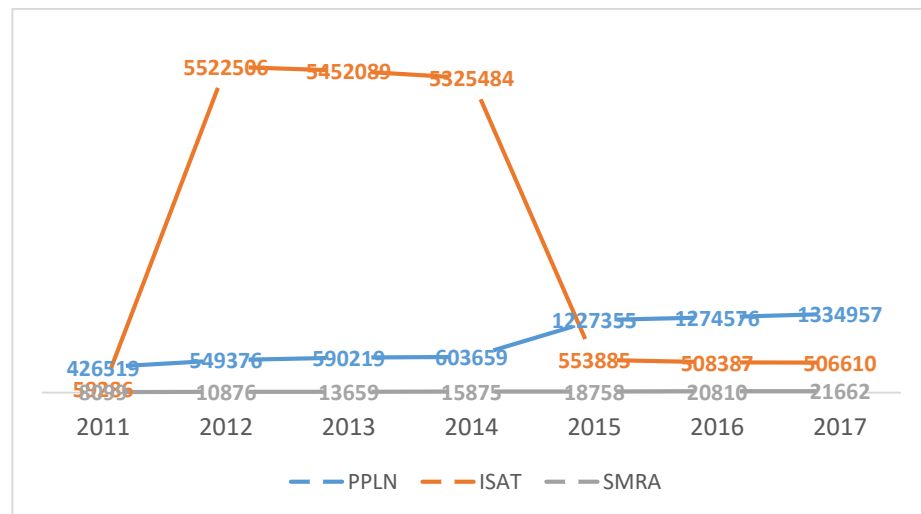
Sedangkan fluktuasi nilai CR paling ekstrim terjadi pada PT. Indosat Tbk tahun 2012 yang naik menjadi 75,4% dari tahun sebelumnya yang hanya 16,1%. Kemudian pada 2013 kembali menurun hingga 2017, yakni sebesar 53,1%, 40,6%, 0,5%, 0,4% dan 0,6%.

Untuk PT. Summarecon Agung Tbk nilai CR nya adalah yang paling rendah dibandingkan kedua perusahaan lainnya. Nilai tersebut dari tahun

2011 sampai 2015 berada pada kisaran 1%, dan hanya pada 2016 nilainya sebesar 2% saja.

6. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dalam penelitian ini memakai jumlah total asset dari perusahaan-perusahaan terkait. Aset pada perusahaan merupakan sumber daya yang perusahaan tersebut miliki dari kegiatan dimasa lalu yang diharapkan akan memberikan manfaat dimasa depan dari kegiatan ekonomi. Data total asset dari perusahaan-perusahaan dalam penelitian ini dari tahun 2011-2017 disajikan dalam grafik berikut



Gambar 4.6
Ukuran Perusahaan 2011 s.d 2017

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan, data diolah

Dari grafik tersebut, dapat ukuran perusahaan yang dilihat dari jumlah total asetnya, pada tahun 2011 jumlah tertinggi dimiliki PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero) dengan jumlah Rp426.519 miliar. Pada tahun 2012

sampai 2014 total aset terbesar dimiliki PT.Indosat Tbk dengan jumlah rata-rata ketiga tahun tersebut sebesar Rp5.433.360 miliar, kemudian tahun 2015 sampai 2017 total aset terbesar dimiliki PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero) dengan jumlah rata-rata sebesar Rp424.858,7 miliar.

Sedangkan total aset terkecil di tahun 2011 sampai 2017 dimiliki oleh PT. Summarecon Agung Tbk dengan jumlah rata-rata hanya sebesar Rp15.677 miliar.

B. Estimasi Model Regresi Data Panel

Terdapat tiga pendekatan estimasi pada analisis data panel, yakni pendekatan *Common Effect Model* (CEM), pendekatan *Fixed Effect Model* (FEM), dan pendekatan *Random Effect Model* (REM). Untuk memilih model mana yang tepat digunakan dalam mengestimasi data panel pada penelitian ini maka dilakukan dua uji, yakni uji *chow* dan uji *hausman*.

1. Uji Chow

Tujuan dari uji *chow* adalah untuk menentukan model estimasi yang baik apakah *Ordinary Least Square* atau *Fixed Effects*, dengan hipotesis sebagai berikut:

H_0 : Model OLS

H_1 : Model FE

Tabel 4.1
Hasil Uji Chow

<i>Effect Test</i>	Prob
--------------------	------

F(2,12)	9,99
Prob > F	0,0028

Sumber: Hasil Pengolahan menggunakan Stata

Berdasarkan hasil uji tersebut, diperoleh nilai probabilitas sebesar 0.0028 atau nilainya kurang dari 0.05, sehingga hasil tersebut menolak hipotesis nol atau menerima hipotesis satu. Maka model terbaik yang akan digunakan adalah model *fixed effect*. Selanjutnya memilih antara model FE atau RE.

2. Uji Hausman

Tujuan dari uji *hausman* adalah untuk menentukan model estimasi yang baik apakah *Fixed Effects* atau *Random Effect*, dengan hipotesis sebagai berikut:

H_0 : Model *Random Effects*

H_1 : Model *Fixed Effects*

Tabel 4.2
Uji Hausman

Chi^2	Prob> chi^2
25.02	0.0003

Sumber: Hasil Pengolahan menggunakan Stata

Dari hasil uji tersebut yang menunjukkan nilai $prob> chi^2$ sebesar 0.0003 atau kurang dari 0.05, sehingga hasil tersebut menolak hipotesis nol atau menerima hipotesis satu. Maka model yang tepat digunakan adalah *Fixed Effects*.

C. Uji Asumsi Klasik

1. Uji Multikolinearitas

Uji ini bertujuan untuk mendeteksi apakah dalam model terjadi korelasi yang sempurna antara beberapa variabel atau keseluruhan variabelnya independennya. Cara melihat adanya multikolinearitas dengan melihat nilai VIF, bila nilai VIF lebih besar dari 5 atau 10, maka dapat dikatakan terjadi multikolinearitas (Monthgomery, 2001).

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas diperoleh hasil bahwa nilai VIF dari variabel-variabel penelitian adalah >10 , maka diindikasikan adanya multikolinearitas. Dalam kasus seperti ini ada dua pilihan yang dapat dilakukan, yakni dengan membiarkan tetap terjadi multikolinearitas atau dengan melakukan perbaikan.

Pertimbangan untuk tidak melakukan perbaikan menurut Agus Tri Basuki, bahwa dampak dari multikolinearitas adalah kesulitan memperoleh estimator dengan standar error yang kecil. Multikolinearitas juga dapat disebabkan karena jumlah observasi yang sedikit dalam penelitian. Sehingga untuk kasus terakhir tersebut, tidak ada pilihan selain tetap menggunakan model untuk analisis regresi meskipun terdapat masalah multikolinearitas. Disebabkan karena jumlah yang sedikit dari observasi yang ada pada penelitian ini, maka tetap menggunakan model regresi yang ditentukan, meski terjadi multikolinearitas.

2. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas menurut Gujarati (2006) mengartikan bahwa dalam suatu model terdapat varian residual atas observasi yang berbeda. Masalah yang timbul dalam uji ini adalah adanya variasi data *cross section* yang digunakan. Barometer penelitian yang baik adalah tidak terdapatnya masalah heteroskedastisitas.

Untuk melihat masalah heteroskedastisitas dalam data panel ini dapat digunakan uji White dengan melakukan regresi terhadap residual kuadrat, berikut adalah pembangunan hipotesis dalam uji heteroskedastisitas ini:

H_0 : Tidak ada heteroskedastisitas

H_1 : ada heteroskedastisitas

Menerima hipotesis satu yang mengartikan tidak terjadi heteroskedastisitas apabila nilai signifikansi lebih besar dari alpha (0.05), atau menolak hipotesis nol. Dalam penelitian ini uji heteroskedastisitas menunjukkan hasil sebagai berikut:

Tabel 4.5
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Chi ²	Prob > Chi ²
0,063	0,4258

Sumber: Hasil Pengolahan Data Panel menggunakan Stata

Berdasarkan hasil pengujian tersebut didapatkan nilai prob > Chi² lebih dari alpha (0.05), hasil tersebut mengartikan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas.

3. Uji Autokorelasi

Menurut Kuncoro (2011) dalam Diassatria (2018) kasus autokorelasi sering muncul disebabkan karena residual antar satu observasi ke observasi lainnya tidak bebas. Masalah ini sering muncul pada data *time series*, karena error yang terjadi pada individu cenderung mempengaruhi individu yang sama untuk periode selanjutnya.

Mendeteksi adanya autokorelasi pada data panel dengan pengolahan stata dapat dilakukan dengan melihat nilai ($\text{prob} > \text{Chi}^2$) apabila nilainya kurang dari alpha (0.05), mengindikasikan adanya autokorelasi. Pada penelitian ini, uji autokorelasi menunjukkan hasil sebagai berikut:

Tabel 4.5
Hasil Uji Autokorelasi

F(1,2)	Prob > F
0,170	0,7204

Sumber: Hasil Pengolahan Data Panel menggunakan Stata

Berdasarkan hasil pengujian tersebut didapatkan nilai $\text{prob} > F$ lebih dari alpha (0.05), hasil tersebut mengartikan bahwa tidak terjadi autokorelasi.

D. Uji Hipotesis

Setelah melakukan beberapa tahapan uji penentuan model, maka diperoleh hasil bahwa model yang baik dalam penelitian ini menggunakan *Fixed Effect Model*. Setelah mengetahui model terbaik untuk penelitian ini maka selanjutnya adalah pengujian atas hipotesis penelitian. Menurut Diassatria (2018) pengujian hipotesis dalam penelitian ini dapat diukur melalui *goodness of fit* fungsi

regresinya. Secara statistik t, nilai statistik F, dan koefisien determinasi. Tujuan dari analisa regresi ini bertujuan untuk mengetahui secara parsial maupun simultan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, serta seberapa besar proporsi variabel dalam menjelaskan perubahan yang terjadi pada variabel dependennya. Dari hasil estimasi yang dilakukan diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 4.6
Hasil Estimasi *Fixed Effect Model*

Variabel	Koefisien	Standar Error	T	P > t
Inflasi	-0.0468467	0.639733	-0,73	0.478
BI rate	-0,0412993	0,0844984	-0,49	0,634
Log(Kurs)	2,642942	0.8742777	3,02	0.011
DER	0.0000536	0.0024046	0.02	0.983
CR	0.0227517	0.0110808	2,05	0.063
Ukuran Perusahaan	-0,3914916	0,1568849	-2,50	0,028
Konstanta	-13,48539	7.289567	-1,85	0.089
R ²	0,5315			
Prob (F-Statistik)	0,1070			

Sumber: Hasil Pengolahan Data Panel menggunakan Stata

1. Koefisien Determinasi (R²)

Dari gambar model *fixed effect* tersebut dapat dilihat nilai *Adjusted R-square* yang dihasilkan. Jika nilainya semakin mendekati satu maka dapat dikatakan pemilihan variabel bebas dalam menjelaskan variabel terikat pada penelitian semakin tepat. Namun, jika nilainya mendekati nol maka dapat dikatakan bahwa pemilihan variabel bebas untuk menjelaskan variabel terikatnya kurang tepat.

Dalam penelitian ini nilai *Adjusted R-square* sebesar 0,5315 yang artinya menunjukkan bahwa kemampuan variabel independen yakni, Inflasi, Kurs, DER, CR, dalam menjelaskan variabel dependen yakni Outstanding Sukuk Korporasi hanya sebesar 53,15% sedangkan sisanya 46,85% dipengaruhi oleh variabel lainnya yang tidak termasuk dalam model penelitian ini.

2. Uji F (Uji Pengaruh Serentak)

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen secara serentak. Berdasarkan hasil pengujian yang dilakukan menunjukkan hasil seperti dalam gambar model *fixed effect* tersebut, bahwa nilai F sebesar 0,1070 atau lebih besar dari alpha (0,05), maka H_0 yang menyatakan tidak ada pengaruh secara simultan (bersama-sama) diterima dan H_1 ditolak. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel Inflasi, Kurs, DER, dan CR tidak memiliki pengaruh terhadap Outstanding Sukuk Korporasi secara simultan.

3. Uji t (Uji Signifikansi Parsial)

Pengujian ini dilakukan untuk melihat pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial atau individu. Dari hasil estimasi tersebut, maka model analisis data panel *fixed effect* menunjukkan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen adalah sebagai berikut:

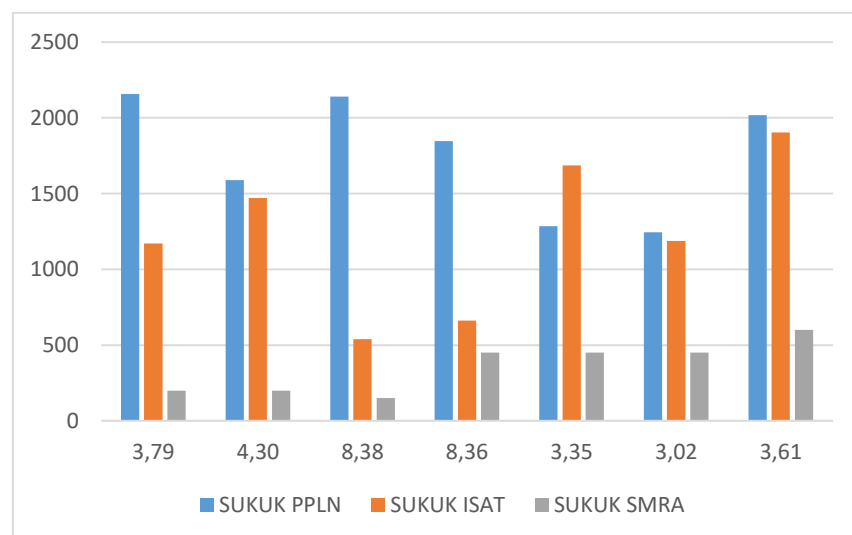
- a. Nilai signifikansi variabel inflasi sebesar 0.478, dan koefisien sebesar -0.0468467. Nilai tersebut lebih besar dari nilai alpha (0,05). Sehingga H_2 ditolak dan menyatakan bahwa inflasi memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi.
- b. Nilai signifikansi variabel kurs sebesar 0.011 dan koefisien sebesar 2,642942. Nilai ini lebih besar dari nilai alpha (0,05). Sehingga H_2 ditolak dan menyatakan bahwa kurs memiliki pengaruh positif signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi.
- c. Nilai signifikansi variabel BI rate sebesar 0.634 dan koefisien sebesar -0,0412993. Nilai ini lebih besar dari nilai alpha (0,05). Sehingga H_2 ditolak dan menyatakan bahwa BI rate memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan outstanding sukuk korporasi.
- d. Nilai signifikansi variabel *debt to equity ratio* sebesar 0,983 dan koefisien sebesar 0.0000536. Nilai ini lebih besar dari nilai alpha (0,05). Sehingga H_3 ditolak dan menyatakan bahwa *debt to equity ratio* memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi.
- e. Nilai signifikansi *current ratio* sebesar 0.063 dan koefisien sebesar 0.0227517. Nilai ini lebih besar dari nilai alpha (0,05). Sehingga H_2 ditolak, maka hasil yang ditunjukkan adalah terdapat pengaruh positif tidak signifikan antara *current ratio* dengan outstanding sukuk korporasi.

- f. Nilai signifikansi variabel ukuran perusahaan sebesar 0,028 dan koefisien sebesar -0,3914916. Nilai ini lebih kecil dari nilai alpha (0,05). Sehingga H_3 ditolak dan menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap outstanding sukuk korporasi.

E. Analisis Pembahasan

1. Pengaruh Inflasi Terhadap Outstanding Sukuk Korporasi

Berdasarkan analisis model *fixed effect* diperoleh hasil bahwa terdapat pengaruh dengan arah negatif tetapi tidak signifikan antara tingkat inflasi dengan outstanding sukuk korporasi. Hasil tersebut berbeda dengan pembangunan hipotesis yang menyatakan bahwa inflasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap outstanding sukuk perusahaan. Hal tersebut terlihat dari data inflasi dengan outstanding sukuk koporasinya berikut ini:



Gambar 4.7

Tingkat Inflasi dengan Outstanding Sukuk

Dari grafik tersebut kita bisa melihat saat terjadi kenaikan atau penurunan inflasi tidak selalu di respon dengan turun atau naiknya outstanding sukuk korporasi. Hasil yang menunjukkan inflasi memiliki arah negatif seperti pada PT. Indosat Tbk misalnya, saat inflasi naik 8,38% outstanding sukuk mengalami penurunan dari Rp1470 miliar menjadi Rp540 miliar, dan saat inflasi turun dari 8,36% menjadi 3,35% outstanding sukuk mengalami kenaikan dari Rp.662 miliar menjadi Rp1687 miliar. Pada PT.Summarrecon Agung Tbk saat inflasi naik dari 3,79% menjadi 8,38% outstanding sukuk turun dari Rp200 miliar menjadi Rp150 miliar. Kemudian saat inflasi turun dari 8,38% menjadi 8,36% outstanding sukuknya naik dari Rp150 miliar menjadi Rp450 miliar. Pada PT.Perusahaan Listrik Negara (Persero) arah negatif hanya terjadi saat inflasi naik dari 3,79% menjadi 4,30%, outstanding sukuknya turun dari Rp2157 miliar menjadi Rp1590 miliar. Sedangkan untuk tahun-tahun selanjutnya menunjukkan arah yang positif, dimana saat inflasi naik maupun turun selalu diikuti kenaikan dan juga penurunan dari outstanding sukuk perusahaan tersebut.

Pembangunan hipotesis yang menyatakan bahwa inflasi dapat berdampak positif, karena kenaikan harga oleh inflasi tersebut mendorong perusahaan meningkatkan produktivitas perusahaannya dengan melakukan ekspansi sehingga terjadi penyerapan tenaga kerja baru yang kemudian dapat

meningkatkan pendapatan perkapita sehingga mendorong pertumbuhan ekonomi dan meningkatkan kegiatan investasi oleh masyarakatnya. Sehingga saat perusahaan menerbitkan sukuk akan direspon baik oleh investor. Tidak sesuai dengan apa yang terjadi di periode penelitian ini. Hal tersebut dikarenakan saat inflasi mengalami kenaikan ataupun mengalami penurunan tidak selalu diikuti oleh kenaikan atau penurunan outstanding sukuk korporasi. Penyebabnya saat terjadi perubahan tingkat inflasi, akan selalu dibarengi dengan perubahan tingkat suku Bunga acuan BI. Apabila terjadi inflasi dibawah maupun diatas koridor penentuan Bank Indonesia, maka pemerintah lewat kebijakan moneternya akan membuat keputusan untuk menaikkan maupun menurunkan suku bunga acuan, demi menjaga agar inflasi tetap stabil. Saat terjadi kenaikan atau penurunan tingkat suku bunga acuan, maka akan diikuti oleh penurunan atau kenaikan suku bunga SBI, tabungan dan juga deposito perbankan. Maka dalam kondisi tersebut, saat keuntungan yang didapat investor dari tabungan atau deposito lebih besar maka investor akan lebih memilih berinvestasi pada kedua instrumen tersebut, ketimbang pada obligasi atau sukuk.

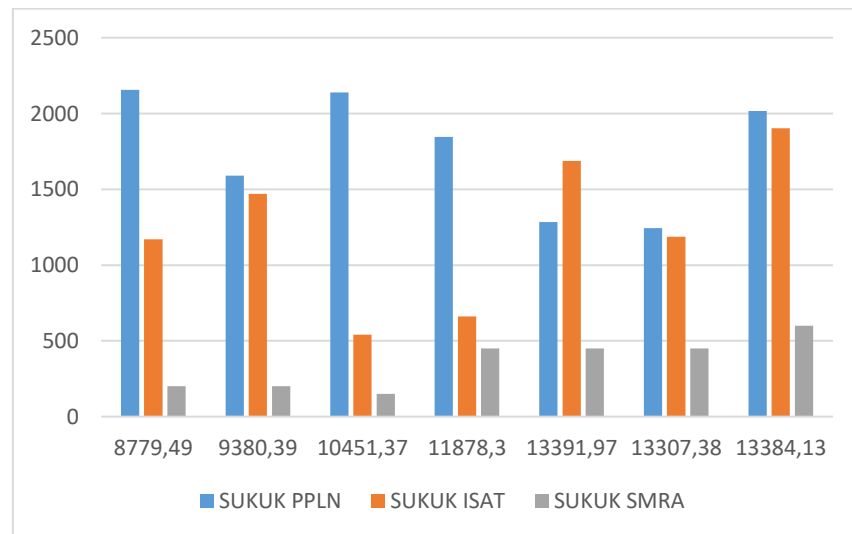
Hal tersebut berdasarkan teori menurut Tandelilin (2007) yang menyatakan, jika terjadi inflasi maka pendapatan sebuah perusahaan akan mengalami peningkatan karena harga barang-barang produksi juga mengalami peningkatan, namun saat terjadi inflasi dalam jangka panjang, pendapatan perusahaan akan mengalami penurunan, yang disebabkan oleh

menurunnya ketertarikan konsumen terhadap barang tersebut. Sedangkan di lain sisi perusahaan juga akan menanggung biaya produksi yang terus meningkat seiring peningkatan inflasi. Oleh karena itu, return perusahaan tersebut juga akan mengalami penurunan atau dengan kata lain terjadi penurunan *capital gain* dari perusahaan tersebut. Maka kesimpulannya adalah kenaikan tingkat inflasi akan menurunkan penerbitan obligasi atau sukuk, karena akan menurunkan minat investor untuk berinvestasi pada saham atau seperti halnya pada obligasi atau sukuk, dikarenakan penurunan *capital gain* dan return perusahaan tersebut.

Kemudian tidak signifikannya pengaruh inflasi terhadap outstanding sukuk korporasi, karena hubungan inflasi dengan sukuk perusahaan tidak selalu mengarah kearah yang negatif. Selain itu, pada periode penelitian ini tingkat inflasi berada pada taraf yang dapat dikendalikan sehingga tidak banyak mempengaruhi gejolak dalam pasar modal dan mempengaruhi perusahaan dalam memutuskan jumlah penerbitan sukuknya. Selain itu masih terkendalinya inflasi yang terjadi memberikan banyak pilihan investasi bagi masyarakat untuk memilih sukuk, tabungan, ataupun deposito. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Faizul (2016) dan memiliki kesamaan arah yang negatif seperti penelitian Oky (2016).

2. Pengaruh Kurs terhadap Outstanding Sukuk Korporasi

Berdasarkan analisis model *fixed effect* diperoleh hasil bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara tingkat kurs dengan outstanding sukuk korporasi. Hasil tersebut berbeda dengan pembangunan hipotesis yang menyatakan bahwa kurs memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap outstanding sukuk perusahaan. Hal tersebut terlihat dari data kurs dengan outstanding sukuk korporasi dari perusahaan yang termasuk dalam sampel penelitian ini. Dimana outstanding sukuk pada ketiga perusahaan yakni, PT.Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT. Indosat Tbk, dan PT. Summarrecon Agung Tbk yang rata-rata meningkat saat terjadi peningkatan pelemahan nilai tukar Rupiah terhadap Dollars AS. Seperti pada gambar berikut:



Gambar 4.9
Tingkat Kurs dengan Outstanding Sukuk

Terjadinya peningkatan pada outstanding sukuk yang terlihat jelas seiring dengan peningkatan pelemahan nilai tukar rupiah terhadap dollar adalah pada PT Summarecon Agung Tbk. Dimana pada perusahaan tersebut outstanding sukuknya terus bertambah, meskipun sempat terjadi satu kali penurunan. Pada kedua perusahaan lainnya, outstanding sukuknya sempat beberapa tahun mengalami penurunan.

PT Perusahaan Listrik Negara misalnya, saat kurs mengalami pelemahan nilai terhadap dollar dari Rp9380 menjadi Rp10451 outstanding sukuk juga meningkat dari Rp1590 miliar menjadi Rp2140 miliar. Namun, untuk tahun-tahun setelahnya saat kurs terus terdepresiasi outstanding sukuk korporasinya terkadang mengalami penurunan dan kenaikan.

Dari pembangunan hipotesisi atas teori menurut Othman et al (2015) dalam Ivan (2017) yang menyatakan bahwa terapresiasinya nilai mata uang suatu negara terhadap USD, akan menyebabkan penurunan permintaan produk ekspor karena harga akan lebih mahal dari Negara eksportir lainnya, sehingga akan menyebabkan *capital outflow* yang akan menurunkan investasi dan berdampak pada penurunan outstanding sukuk perusahaan.

Penjelasan teori tersebut berbeda dengan hasil penelitian kali ini. Kenyataan yang terjadi pada periode penelitian ini adalah rata-rata outstanding sukuk dari ketiga perusahaan tersebut mengalami trend yang meningkat ditengah pelemahan yang terjadi pada nilai tukar Rupiah. Dari teori yang disampaikan oleh Tandililin (2001) mengenai nilai tukar adalah

saat nilai mata Uang Rupiah menguat terhadap Dollar AS maka akan berdampak pada inflasi yang dapat diatasi, kemudian tingkat suku bunga akan mengalami penurunan dan penurunan biaya produksi akibat biaya impor bahan baku menjadi lebih murah. Dalam keadaan tersebut maka akan meningkatkan profitabilitas perusahaan sehingga akan berdampak pada meningkatnya harga saham perusahaan tersebut. Jika profitabilitas perusahaan meningkat maka perusahaan akan cenderung mengurangi hutang, sehingga akan menurunkan penerbitan obligasi hal tersebut juga akan berdampak pada penurunan outstanding sukuk. Sehingga hal sebaliknya yang akan terjadi jika nilai tukar rupiah terhadap USD mengalami pelemahan seperti yang terjadi pada periode penelitian ini.

Berdasarkan hasil pengujian yang diperoleh, yakni terdapatnya pengaruh positif signifikan, sehingga yang terjadi adalah peningkatan outstanding sukuk korporasi ditengah melemahnya nilai tukar rupiah. Hal tersebut disebabkan karena masih tingginya permintaan terhadap instrument tersebut. Menurut I Made Saputra selaku Analis Fixed Income MNC Sekuritas yang dimuat dalam Kontan.co.id menuturkan penerbitan sukuk selalu dalam tren yang meningkat karena permintaan dari industri keuangan syariah juga meningkat. Selain itu adanya kelangkaan pada penawaran sukuk tersebut yang kemudian dimanfaatkan emiten untuk dapat menyerap permintaan yang ada. Ditengah pelemahan nilai tukar Rupiah, investor cenderung was-was untuk membeli obligasi konvensional, pasalnya

penawaran obligasi konvensional yang cukup banyak, sehingga investor khawatir akan terjadi penurunan harga baik disebabkan karena pasokan yang banyak dari obligasi konvensional maupun dari pelemahan nilai tukar Rupiah tersebut.

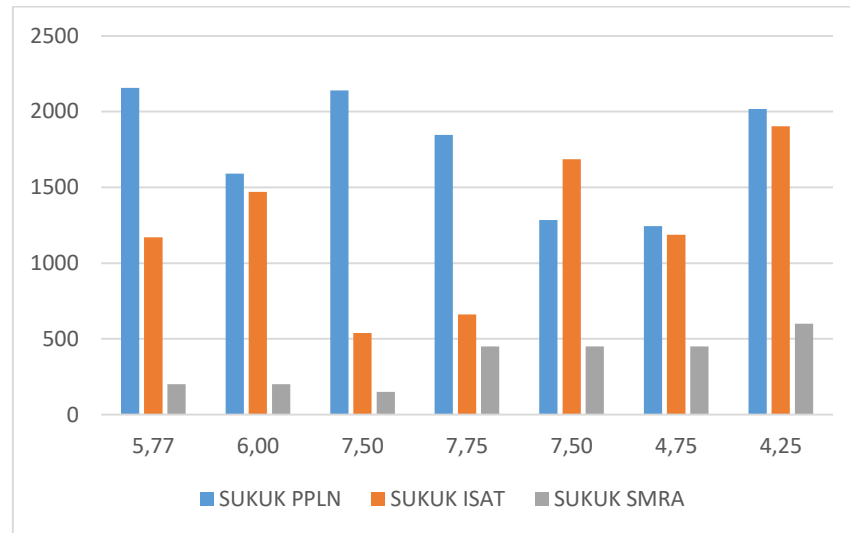
Menurut Direktur Penilai Harga Efek Indonesia Bapak Wahyu Trenggono mengungkapkan bahwa penerbitan obligasi oleh korporasi masih mengalami tren meningkat ditengah pelemahan pada nilai tukar rupiah dan bayangan yang terjadi pada inflasi. Hal tersebut karena masih banyaknya pihak seperti perusahaan yang masih membutuhkan dana serta memanfaatkan pasar modal sebagai sumber pendanaannya, maka pelemahan yang terjadi pada nilai tukar rupiah terhadap dollar ini tidak akan berpengaruh pada penurunan penerbitan obligasi korporasi. Hasil ini sejalan dengan hasil penelitian Dung P. le, yang menyatakan adanya pengaruh positif dari nilai tukar terhadap pasar obligasi.

3. Pengaruh Suku Bunga Acuan (BI Rate) Terhadap Outstanding

Sukuk Korporasi

Berdasarkan analisis model *fixed effect* diperoleh hasil bahwa terdapat pengaruh dengan arah negatif tetapi tidak signifikan antara tingkat BI Rate dengan outstanding sukuk korporasi. Hasil tersebut berbeda dengan pembangunan hipotesis yang menyatakan bahwa BI Rate memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap outstanding sukuk perusahaan.

Hal tersebut terlihat dari data BI Rate dengan outstanding sukuk korporasinya berikut ini:



Gambar 4.8
Tingkat BI Rate dengan Outstanding Sukuk

Dalam penelitian ini hubungan yang digambarkan oleh BI rate dengan outstanding sukuk korporasi menunjukkan arah hubungan yang negatif seperti misalnya pada PT Perusahaan Listrik Negara (Persero) saat terjadi kenaikan BI Rate dari 5,77% menjadi 6% outstanding sukuknya turun dari Rp2157 miliar menjadi Rp1590 miliar. Kemudian saat BI Rate naik dari 7,5% menjadi 7,75% outstanding sukuknya turun dari Rp2140 miliar menjadi Rp1846 miliar dan saat BI Rate turun dari 4,75% menjadi 4,25% outstanding sukuknya naik dari Rp1245 miliar menjadi Rp2018 miliar. Seperti halnya pada PT Indosat Tbk dan PT Summarecon Agung Tbk, saat BI Rtae naik dari 6% menjadi 7,5% outstanding sukuknya turun dari Rp1470 miliar menjadi Rp540 miliar dan Rp200 miliar menjadi Rp150

miliar. Dan saat BI Rate turun dari 7,75% menjadi 7,5% outstanding sukuk PT Indosat Tbk naik dari Rp662 miliar menjadi Rp1687 miliar. Kemudian saat BI Rate turun dari 4,75% menjadi 4,25% outstanding sukuk PT Summarecon Agung Tbk juga naik dari Rp450 miliar menjadi Rp600 miliar.

Diperolehnya hasil bahwa terdapat hubungan dengan arah negatif antara BI Rate dengan outstanding sukuk perusahaan ini sesuai dengan teori yang digunakan untuk pembangunan hipotesis yang menyatakan bahwa kenaikan tingkat suku bunga menurut Tandelilin (2001) merupakan sentiment negatif terhadap harga saham. Sehingga terjadi penurunan harga-harga saham, yang disebabkan karena banyaknya investor yang ingin menjual sahamnya, hal yang sama juga akan terjadi pada obligasi. Kemudian akan turut membebani biaya modal yang ditanggung perusahaan. Tingkat suku bunga yang tinggi akan menurunkan harga obligasi karena investor yang memiliki obligasi tersebut dalam kenyataannya hanya dapat tingkat kupon tetap. Sehingga, investor akan beralih kepada instrument investasi seperti deposito dan hal tersebut akan berpengaruh pada penurunan outstanding sukuk korporasi.

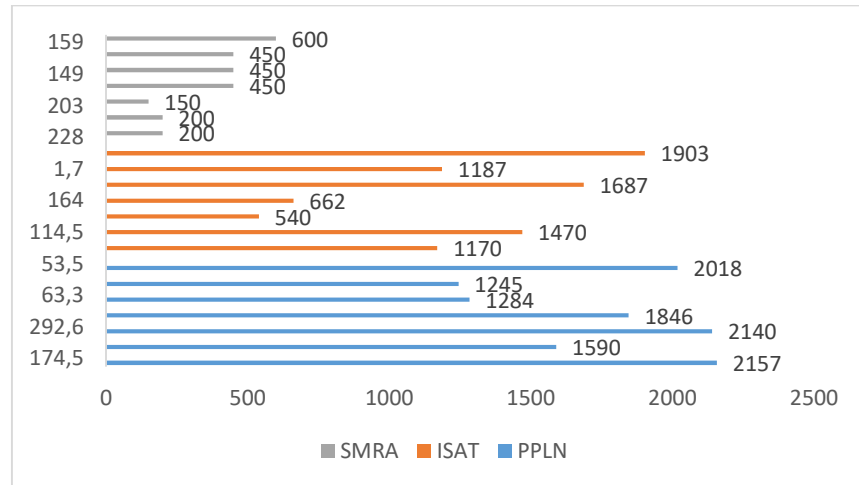
Namun, tidak signifikannya pengaruh dari BI rate terhadap outstanding sukuk korporasi seperti pada pembangunan hipotesis, karena pada periode penelitian ini, kenaikan yang terjadi pada BI rate tidak mempengaruhi emiten dalam hal ini perusahaan dalam mengurangi penerbitan obligasinya,

karena saat terjadi perubahan tingkat BI rate, hal tersebut merupakan respon dari kurang stabilnya tingkat inflasi. Tetapi, saat tingkat inflasi dapat terkendali, maka akan mendorong kegiatan perekonomian untuk tumbuh dan kegiatan di pasar modal dapat berkembang cukup baik. Seperti yang terjadi pada 2016 dan 2017 saat BI rate mengalami penurunan, maka merupakan signal positif bagi perusahaan melirik menerbitkan obligasi, hal tersebut karena *cost of funding* menjadi lebih murah. Sehingga outstanding sukuk korporasi yang diterbitkan oleh ketiga perusahaan tersebut meningkat. Namun, disebabkan peningkatan yang terjadi hanya pada dua tahun tersebut, sehingga tidak dapat secara signifikan mempengaruhi hasil selama periode penelitian ini. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ni Putu, Ida Bagus dan Nyoman (2016), dan Faizul (2016).

4. Pengaruh *Debt to Equity Ratio* terhadap Outstanding Sukuk

Korporasi

Berdasarkan analisis model *fixed effect* diperoleh hasil bahwa terdapat pengaruh dengan arah positif tetapi tidak signifikan antara tingkat DER dengan outstanding sukuk korporasi. Hasil tersebut berbeda dengan pembangunan hipotesis yang menyatakan bahwa DER memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap outstanding sukuk perusahaan. Hal tersebut terlihat dari data DER dengan outstanding sukuk korporasinya berikut ini:



Gambar 4.10
Tingkat DER dengan Outstanding Sukuk

Seperti nilai DER yang terjadi pada perusahaan listrik, dimana nilai DER perusahaan tersebut sangatlah tinggi, dengan rata-rata berkisar 162,92%. Tingginya nilai tersebut mengindikasikan bahwa penggunaan hutangnya sangat besar dibandingkan dengan porsi modal yang dimiliki. Seperti yang diketahui PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero) memang terkenal sebagai perusahaan dengan jumlah hutang yang sangat besar. Hal tersebut seiring dengan penugasan program yang dirancang pemerintah untuk merealisasikan pemberdayaan tenaga listrik 35.000 MW di seluruh Indonesia. Sehingga dengan adanya penugasan tersebut, pemerintah memiliki kewajiban untuk menjamin hutang-hutang yang dimiliki perusahaan tersebut. Hal ini tertuang dalam Peraturan Menteri Keuangan 130/PMK.08/2016 Tentang Tata Cara Pemberian Jaminan Pemerintah untuk Percepatan Pembangunan Infrastruktur Ketenagalistrikan yang

dimuat dalam Medanbisnisdaily.com. Selain itu, PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero) cncindonesia.com masih memiliki kemampuan investasi dari kas internalnya.

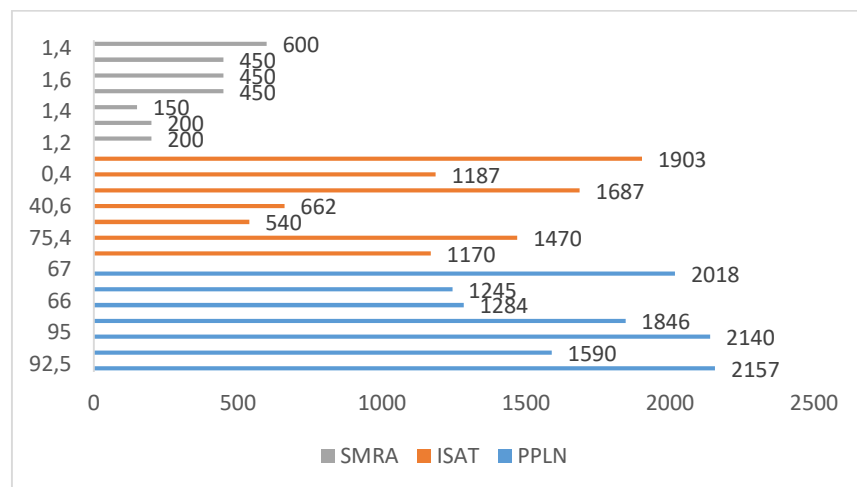
Dari teori yang digunakan dalam pembangunan hipotesis yang menyatakan bahwa nilai DER yang tinggi mengindikasikan perusahaan tersebut dalam keadaan yang kurang sehat, karena berisiko mengalami gagal bayar. Namun, pada penelitian ini besarnya tingkat DER belum tentu mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki risiko gagal bayar. Faktanya tidak semua perusahaan dengan tingkat DER tinggi mengindikasikan perusahaan tidak dapat membayar kembali hutang-hutang yang dimilikinya. Jika perusahaan dapat mengelola dana pinjamannya dengan baik, seperti menggunakan dana pinjaman tersebut untuk menambah produk baru atau melakukan ekspansi maka tidak menutup kemungkinan laba yang akan diperoleh perusahaan tersebut lebih besar dari total hutang yang dimilikinya. Menurut Ni Made (2016) terjadinya perubahan arah dari negatif menjadi positif dalam penelitian ini disebabkan karena adanya pertukaran antara risiko dengan manfaat dari penggunaan hutang tersebut oleh perusahaan. Pada satu sisi, peningkatan hutang yang tinggi dapat meningkatkan peluang kerugian bagi perusahaan atau perusahaan dapat mengalami kebangkrutan yang tidak dapat dihindari. Namun disisi lain, peningkatan hutang juga dapat memberi peluang bagi perusahaan dalam mengembangkan perusahaan (Hanafi, 2004).

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang diperoleh oleh Ni Made (2016), Oky (2015), dan Hamida (2017) bahwa DER memiliki pengaruh positif tidak signifikan.

5. Pengaruh *Current Ratio* terhadap Outstanding Sukuk Korporasi

Berdasarkan analisis model *fixed effect* diperoleh hasil bahwa terdapat pengaruh positif tetapi tidak signifikan antara tingkat CR dengan outstanding sukuk korporasi. Hasil tersebut berbeda dengan pembangunan hipotesis yang menyatakan bahwa CR memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap outstanding sukuk perusahaan.

Pada penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh positif antara tingkat *current ratio* dengan outstanding sukuk korporasi. hal tersebut terlihat dari grafik data berikut ini:



Gambar 4.12
Tingkat CR dengan Outstanding Sukuk

Seperti pada PT Indosat Tbk, misalnya, saat tingkat *current ratio* perusahaan tersebut naik dari 16,1% menjadi 75,4% outstanding sukuknya mengalami kenaikan menjadi Rp1470 miliar dari sebelumnya Rp1170 miliar. Hal yang sama juga terjadi pada PT Summarecon Agung Tbk, saat nilai *current ratio* naik dari 1,4% menjadi 1,5% outstanding sukuknya juga naik menjadi Rp450 miliar dari sebelumnya Rp150 miliar.

Adanya pengaruh positif tersebut berdasarkan pada teori yang menyatakan bahwa *current ratio* adalah bagian dari rasio likuiditas yang dipakai untuk mengukur kemampuan perusahaan memenuhi hutang jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancarnya. Aktiva lancar adalah aktiva yang akan berubah menjadi kas dalam satu periode atau satu siklus bisnis. Walaupun rasio likuiditas ini sering dipandang sebelah mata, namun dalam jangka panjang rasio likuiditas yang buruk dapat mempengaruhi solvabilitas perusahaan (Mamduh, 2014). *Current ratio* untuk menilai bagaimana sebuah perusahaan menggunakan aktiva-aktiva yang dimilikinya agar dapat diubah dalam waktu yang singkat sehingga dapat digunakan untuk melunasi hutang hutang jangka pendeknya. Maka, hubungan yang terjadi antara tingkat CR dengan outstanding sukuk korporasi adalah positif. Karena dengan tingginya tingkat *current ratio* perusahaan semakin baik respon investor bagi perusahaan yang menerbitkan obligasi, maka akan mempengaruhi juga outstanding sukuk korporasi.

Namun, meskipun mengalami kenaikan, pada tahun-tahun tertentu kenaikannya tidak signifikan dan terdapat juga outstanding yang stagnan seperti pada PT Summarecon Agung Tbk. Artinya perusahaan-perusahaan dalam sampel penelitian ini memiliki tingkat likuiditas yang baik, meskipun tidak signifikan mempengaruhi penerbitan sukuk perusahaan tersebut. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Oky Otavian (2015).

6. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Outstanding Sukuk

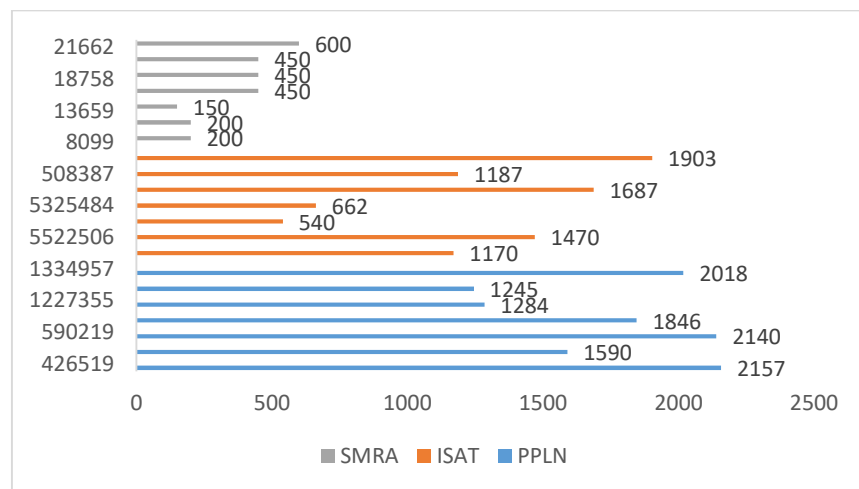
Korporasi

Berdasarkan analisis model *fixed effect* diperoleh hasil bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan antara ukuran perusahaan dengan outstanding sukuk korporasi. Hasil tersebut berbeda dengan pembangunan hipotesis yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap outstanding sukuk perusahaan.

Untuk mengukur ukuran perusahaan menurut Miswanto & Husnan (1999) dalam Ni Made dan Badjra (2016) dapat menggunakan total aset. Untuk mengetahui sejauh mana kemampuan perusahaan dalam membayar bunga obligasi secara periodik dan melunasi pokok pinjamannya dapat dengan melihat ukuran perusahaan tersebut. Proksi yang digunakan dalam penelitian untuk mencerminkan ukuran perusahaan adalah total aset dalam perusahaan. Aset merupakan sumber daya yang dikuasai oleh perusahaan karena peristiwa masa lalu dari manfaat ekonomi yang akan mempengaruhi

kinerja perusahaan untuk memperoleh manfaat yang lebih dimasa depan (Keiso dalam Melati, 2013).

Data yang diperoleh dari perusahaan menunjukkan bahwa meskipun aset yang dimiliki perusahaan bertambah, tidak diikuti penambahan yang terjadi pada outstanding sukuknya.



Gambar 4.13
Tingkat Ukuran Perusahaan dengan Outstanding Sukuk

Dari grafik yang ditunjukkan tersebut, hasil yang ditunjukkan dari tingkat ukuran perusahaan dengan outstanding sukuk lebih mengarah pada pengaruh yang negatif. Seperti yang terjadi pada PT. Indosat Tbk pada 2014, dimana saat terjadi penurunan aset dari sebelumnya sebesar Rp5.452.089 miliar menjadi Rp5.325.484 miliar, terjadi kenaikan outstanding sukuk dari sebelumnya sebesar Rp540 miliar menjadi Rp662 miliar. Kemudian pada PT Perusahaan Listrik Negara Persero pada 2012 saat terjadi kenaikan aset dari Rp42.6519 miliar menjadi Rp54.9376 miliar

outstanding sukuknya turun dari Rp2157 miliar menjadi Rp1590 miliar. Sedangkan pada PT Summarecon Agung Tbk dimana saat terjadi penurunan aset dari Rp15.875 miliar menjadi Rp18758 miliar outstanding sukuknya tetap Rp450 miliar.

Dari hasil tersebut yang menunjukkan adanya pengaruh negatif signifikan dari ukuran perusahaan, maka dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan yang besar belum tentu mempengaruhi penerbitan hutangnya seperti menerbitkan obligasi atau sukuk. Karena bagi perusahaan dengan skala yang besar, mengindikasikan return yang ditawarkan perusahaan tersebut dari penerbitan obligasinya malah semakin kecil. Berbeda halnya dengan ukuran perusahaan berskala yang lebih kecil yang cenderung memiliki keterbatasan dalam melakukan produksi. Sehingga perusahaan dengan skala yang lebih kecil akan memiliki risiko yang lebih besar, oleh sebab itu return yang ditawarkan oleh perusahaan tersebut akan lebih besar yang kemudian menarik investor untuk berinvestasi. Sehingga saat perusahaan menerbitkan obligasi akan direspon positif oleh investor. Maka dapat disimpulkan bahwa semakin rendah total aset perusahaan atau ukuran perusahaan akan semakin memudahkan perusahaan dalam memperoleh pendanaan, sehingga mempengaruhi pertumbuhan outstanding sukuk perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Melati (2013) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan.