

Determinant of Rating Corporation Sukuk in Emerging Market**Huzeini Alghifari^{1*}, Falikhatun²⁾**^{1,2} Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sebelas Maret Surakarta*Email korespondensi: hznfar@gmail.com**Abstract**

Tujuan dari penelitian ini yaitu mengidentifikasi pengaruh profitabilitas, ukuran dewan komisaris, dan kepemilikan institusional terhadap peringkat sukuk perusahaan infrastruktur yang beroperasi di negara Indonesia dan Malaysia. Data sekunder merupakan jenis data yang digunakan dalam penelitian ini. Perusahaan infrastruktur penerbit sukuk yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, Bursa Malaysia, yang diperingkat oleh PT PEFINDO dan MARC Berhad pada tahun 2015-2021 menjadi populasi dalam penelitian ini. Purposive sampling menjadi teknik pengambilan sampel yang digunakan. Metode regresi data panel menjadi metode analisis data penelitian ini dan menggunakan software Eviews 10. Hasil analisis menyatakan bahwa profitabilitas tidak memengaruhi peringkat sukuk, sedangkan ukuran dewan komisaris dan kepemilikan institusional berpengaruh signifikan pada peringkat sukuk perusahaan.

Keywords: peringkat sukuk, profitabilitas, dewan komisaris, kepemilikan institusional**Citation suggestions:** Arifin, R., & Taqwiem, A. (2024). Determinant of Rating Corporation Sukuk in Emerging Market. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 10(02), 1895-1904. Doi: <http://dx.doi.org/10.29040/jiei.v10i2.13303>**DOI:** <http://dx.doi.org/10.29040/jiei.v10i2.13303>**1. PENDAHULUAN**

Peringkat sukuk merupakan standarisasi yang dilakukan oleh Lembaga Pemeringkat Sekuritas untuk menunjukkan kapasitas perusahaan penerbit sukuk dan kemampuan dalam pelunasan tepat waktu. Standarisasi yang dilakukan oleh Lembaga Pemeringkatan sukuk tersebut juga berguna untuk mengevaluasi kredit dari penerbit sukuk (Almara & Muharam, 2015). Investor menggunakan informasi peringkat sukuk untuk menentukan keputusan investasi. Peringkat sukuk berguna untuk meminimalisir asimetri informasi emiten dan investor sehingga berguna untuk menyediakan informasi bagi pertimbangan investor ketika menentukan keputusan investasi sehingga peringkat sukuk berperan untuk mengurangi (Elhaj et al., 2015). Penerbitan sukuk wajib dievaluasi dan evaluasi tersebut wajib untuk diperbarui setiap tahun guna mencerminkan kredibilitas penerbit sukuk. Kinerja sukuk dapat terpantau dari tahun ke tahun oleh investor dengan peringkat yang telah diperbarui (Borhan & Ahmad, 2018).



Gambar 1 Perkembangan Penerbitan Sukuk Global (2015-2021)

Sumber: (IIFM, 2022)

Peringkat sukuk sangat krusial bagi investor untuk meminimalisir risiko yang dihadapi ketika mengetahui peringkat sukuk yang jelas. Kesalahan pemahaman informasi perusahaan dapat menghalangi pembuatan keputusan investasi. Langkah yang dapat dilakukan investor untuk memprediksi kegagalan investasi yaitu dengan menganalisis performa keuangan perusahaan (Laila et al., 2021). Investor juga dapat mengetahui peringkat sukuk dari Lembaga Pemeringkat Sekuritas. Peringkat sukuk berguna untuk mengkomunikasikan kinerja perusahaan. Peringkat tersebut juga dapat menentukan kelayakan perusahaan untuk investasi. Peringkat sukuk

memungkinkan investor untuk mengukur risiko serta pengembalian dari investasi (Mahomed et al., 2018).

Volume penerbitan sukuk global mengalami peningkatan sebesar 7,72 persen pada tahun 2021 atau senilai US\$ 188,12 Miliar dari US\$ 174,641 Miliar pada tahun 2020. Volume penerbitan yang stabil pada tahun 2021 terjadi pada negara-negara Asia, GCC (Gulf Cooperation Council), serta Malaysia yang mendominasi dalam pasar Sukuk bersama dengan Indonesia, Uni Emirat Arab, dan Arab Saudi. Paruh pertama tahun 2022 menunjukkan indikasi bahwa pasar Sukuk akan tetap stabil bahkan akan ada pertumbuhan, walaupun ada tekanan inflasi global dan kenaikan suku bunga acuan (IIFM, 2022).

Pertumbuhan Sukuk korporasi Indonesia menunjukkan tren pertumbuhan positif. Nilai dan jumlah penerbitan sukuk serta sukuk outstanding meningkat signifikan selama lima tahun. Nilai outstanding sukuk meningkat senilai 14,29 persen atau Rp 27 Triliun pada tahun 2021. Sedangkan nilai akumulasi penerbitan sukuk meningkat senilai 16,21 persen atau Rp 53 Triliun pada tahun 2021 (Otoritas Jasa Keuangan, 2021). Walaupun pertumbuhan sukuk di Indonesia menunjukkan tren yang positif, akan tetapi ada perusahaan yang mengalami default pada sukuk yang diterbitkan. Peristiwa default atau gagal bayar tersebut terjadi pada maskapai Garuda Indonesia. Garuda Indonesia tidak mampu membayar kupon pembayaran untuk sukuk senilai US\$ 500 juta setelah 14 hari grace period atau masa tenggang pembayaran (Reuters, 2021).

Sukuk yang diterbitkan oleh Garuda Indonesia pada tahun 2015 tersebut merupakan bagian Global Sukuk (INDOIS). Sukuk global merupakan sukuk yang diterbitkan dalam denominasi USD untuk jangka waktu tertentu dengan imbal hasil tetap. Global sukuk merupakan bagian dari sukuk yang diterbitkan oleh Perusahaan Penerbit SBSN sehingga sukuk dijamin pengembalian pokoknya oleh pemerintah. Penerbitan Global sukuk tidak dijamin dengan jaminan khusus. Hasil penerbitan sukuk akan digunakan untuk keperluan membiayai kegiatan usaha Perseroan secara umum, termasuk pembiayaan kembali utang Perseroan yang ada (PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk, 2015).

Gagal bayar terhadap kupon sukuk tersebut diakibatkan karena kondisi finansial Garuda Indonesia yang buruk akibat pandemi Covid-19 dan tekanan utang. Gagal bayar dinyatakan setelah Garuda Indonesia tidak mampu membayar kupon sukuk

setelah diberi masa tenggang selama 14 hari. Garuda Indonesia melakukan restrukturisasi selama 3 tahun dan disetujui dalam Rapat Umum Pemegang Saham (PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk, 2020). Pelunasan sukuk tersebut akan dilakukan oleh Garuda Indonesia dengan skema *tender-offer*, yaitu skema penawaran pembelian saham kepada pemegang saham suatu perusahaan. Pengaju penawaran bersedia membayar premi kepada pemegang saham dengan harga lebih tinggi dari harga pasar. Pemegang saham harus bersedia menjual dengan jumlah yang telah ditentukan oleh pengaju. Aksi korporasi tersebut menjadi representasi *goodwill* dalam penyelesaian kewajiban terhadap kreditur (IDX, 2023).

Pasar Sukuk domestik di Malaysia terus memainkan peran penting dalam pembiayaan kegiatan ekonomi dan perantara tabungan, dengan peningkatan penting dalam kegiatan penggalangan dana di semua segmen pasar. Pertumbuhan sukuk di Malaysia pada tahun 2021 mencatatkan pertumbuhan senilai 7,83 persen atau RM 86,47 Miliar. Jumlah Sukuk pada tahun 2021 mewakili 62,91 persen dari total obligasi dan Sukuk, sedangkan total Sukuk outstanding pada tahun 2021 mewakili 63,43 persen dari total obligasi dan sukuk outstanding. Perusahaan Penerbit Sukuk pada tahun 2021 mewakili 79,98 persen dari total penerbitan obligasi korporasi dan Sukuk, sedangkan Sukuk korporasi yang beredar pada tahun 2021 menyumbang 81,42 persen dari total obligasi korporasi dan Sukuk outstanding (Securities Commission, 2022)

Variabel profitabilitas akan digunakan dalam penelitian ini. Perbedaan hasil pada penelitian-penelitian sebelumnya menjadi landasan variabel profitabilitas digunakan. Perbedaan tersebut terdapat pada temuan Melzattia et al. (2019), Ni'mah et al. (2020), dan Titisari et al. (2017) yang menyatakan bahwa variabel profitabilitas tidak mempengaruhi peringkat sukuk. Penelitian Borhan & Ahmad (2018), Hadinata (2020), dan Suratmi & Yustina Rahmawati (2020) memiliki hasil yang menyatakan bahwa peringkat sukuk dipengaruhi secara signifikan oleh profitabilitas.

Selain variabel profitabilitas penelitian ini juga menggunakan variabel ukuran dewan komisaris dan kepemilikan institusional. Perbedaan hasil menjadi landasan pemilihan variabel-variabel tersebut. Penelitian Melinda & Wardani (2019) dan Melzattia et al. (2019) menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris tidak mempengaruhi peringkat sukuk.

Sedangkan pada penelitian Astuti (2020) M. A. Elhaj et al. (2018) dan M. A. A. Elhaj et al. (2015) menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh signifikan pada peringkat sukuk. Perbedaan hasil terkait kepemilikan institusional juga terjadi pada penelitian-penelitian lampau. Penelitian Melinda & Wardani (2019) dan Melzatia et al. (2019) menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak mempengaruhi peringkat sukuk. Hasil tersebut berbeda dengan temuan Astuti (2020) dan Sari & Murtini (2015) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempengaruhi peringkat sukuk. Pemilihan variabel kepemilikan institusional juga didasarkan pada belum banyaknya penelitian-penelitian yang menggunakan variabel tersebut.

2. METODE PENELITIAN

Jenis penelitian yaitu penelitian kuantitatif. Penelitian ini menjelaskan korelasi variabel profitabilitas, ukuran dewan komisaris, dan kepemilikan institusional sebagai variabel independen terhadap peringkat sukuk sebagai variabel dependen.

Data panel merupakan jenis data yang digunakan dalam penelitian ini. Data sekunder juga digunakan peneliti dalam penelitian. Metode dokumentasi digunakan untuk melakukan pengumpulan data laporan tahunan perusahaan sektor infrastruktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia dan Bursa Malaysia serta laporan peringkat sukuk perusahaan yang diperingkat oleh PT Pefindo dan Malaysia Rating Corporation (MARC) Berhad dalam kurun waktu tahun 2015 sampai dengan tahun 2021.

Metode analisis yang digunakan dalam pengujian hipotesis pada penelitian ini yaitu regresi linier berganda. Regresi linier berganda merupakan analisis hubungan secara linier antara dua variabel independen atau lebih dengan variabel dependen (Sekaran & Bougie, 2020). Regresi linier berganda pada penelitian ini dapat dijelaskan dengan persamaan berikut:

$$RATING_{it} = \alpha + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 BOARD_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 POP_{it} + \beta_7 PDB_{it} + \beta_8 INF_{it} + e$$

Keterangan:

- α : konstanta
- β : konstanta variabel
- RATING : peringkat sukuk perusahaan
- ROA : profitabilitas
- BOARD : ukuran dewan komisaris
- INST : kepemilikan institusional

- SIZE : ukuran perusahaan
- AGE : usia perusahaan
- POP : populasi penduduk
- PDB : produk domestik bruto
- INF : tingkat inflasi
- e : error

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

3.1. Hasil penelitian

3.1.1. Statistik Deskriptif

Uji statistik deskriptif setiap variabel dalam penelitian ini menggunakan data dari periode 2015-2021 sebanyak 162 data laporan tahunan. Variabel profitabilitas, kepemilikan institusional, jumlah dewan komisaris, ukuran perusahaan, usia perusahaan, PDB, jumlah populasi, dan inflasi diketahui dari nilai mean, maksimum, minimum, dan standard deviation.

Peringkat sukuk merupakan variabel dependen pada penelitian ini. Variabel peringkat sukuk diproyeksikan dengan RATING. Tabel 1 menunjukkan rata-rata nilai RATING sebesar 2,0285. Hal tersebut bermakna bahwa rata-rata peringkat sukuk perusahaan berada pada rentang peringkat idBBB(sy) sampai dengan idB(sy) untuk negara Indonesia dan BBBis sampai dengan Bis untuk negara Malaysia . Variabel RATING memiliki nilai maksimum sebesar 4 dan nilai minimum sebesar 0. Peringkat sukuk tertinggi berada pada peringkat idAAA(sy) untuk negara Indonesia dan AAAis untuk negara Malaysia. Nilai minimum 0 muncul karena ada perusahaan yang tidak menerbitkan sukuk pada tahun-tahun tertentu. Variabel RATING memiliki variasi rendah sebab nilai standard deviation sebesar 1,6045 lebih rendah dari nilai rata-rata.

Variabel independen pertama yaitu profitabilitas dengan proksi ROA memiliki nilai maksimum senilai 0,1490 pada perusahaan Westports Malaysia Sdn Bhd pada tahun 2016 dan 2021. Hal tersebut menunjukkan bahwa pada tahun 2016 dan 2021 perusahaan Westports Malaysia Sdn Bhd mampu menghasilkan laba sebesar 14,9% untuk setiap Rp 1 aset yang dimiliki. Sedangkan nilai minimum sebesar -0,4740 pada Alam Maritim Resources Bhd pada tahun 2021. Hal tersebut menunjukkan bahwa Alam Maritim Resources Bhd

Tabel 1 Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	N	Min	Max	Mean	Std. Deviation
RATING	140	0,0000	4,0000	2,0285	1,6045
ROA	140	-0,4740	0,1490	0,0275	0,0817
BOARD	140	3,0000	16,0000	8,5428	2,6778
INST	140	0,0864	1,0000	0,4952	0,2716
SIZE	140	27,5597	34,0775	31,0697	1,4981
AGE	140	6,0000	85,0000	36,1500	16,1052
POP	140	17,2517	21,7264	18,6129	2,0248
PDB	140	26,4312	27,8016	26,8739	0,5216
INF	140	-0,0113	0,0636	0,0209	0,0168

Sumber: Hasil Analisis Penulis

Mengalami kerugian. Tabel 1 menunjukkan rata-rata nilai variabel profitabilitas sebesar 0,0275. Variabel profitabilitas memiliki tingkat variasi yang tinggi karena nilai standard deviation sebesar 0,0817 lebih besar daripada nilai rata-rata.

Variabel independen kedua yaitu ukuran dewan komisaris dihitung dari jumlah dewan komisaris pada periode terkait. Variabel ukuran dewan komisaris diproyeksikan dengan variabel BOARD. Tabel 1 menunjukkan rata-rata nilai BOARD sebesar 8,5428 yang berarti setiap sampel perusahaan rata-rata memiliki dewan komisaris sejumlah 8 orang. Variabel BOARD memiliki nilai maksimum sebesar 16 pada perusahaan Tenaga Nasional Berhad di tahun 2018 dan nilai minimum sebesar 3 pada perusahaan PT Mora Telematika Indonesia Tbk di tahun 2015-2021. Variabel BOARD memiliki variasi rendah sebab nilai standard deviation sebesar 2,6778 lebih rendah dari nilai rata-rata.

Variabel independen ketiga yaitu ukuran kepemilikan institusional. Variabel ukuran dewan komisaris diproyeksikan dengan variabel INST. Tabel 1 rata-rata menunjukkan nilai INST sebesar 0,4952. Hal tersebut bermakna bahwa investor institusional memiliki rata-rata saham perusahaan sebesar 49%. Variabel INST memiliki nilai maksimum sebesar 1 pada PT Mora Telematika Indonesia Tbk di tahun 2015-2021 dan PT Indosat Tbk pada tahun 2016-2017. Saham PT Mora Telematika Indonesia Tbk sepenuhnya dimiliki oleh investor insittusional sedangkan nilai minimum sebesar 0,0864 pada Petronas Dagangan Bhd pada tahun 2018. Investor institusional pada perusahaan Petronas Dagangan Bhd hanya memiliki proporsi kepemilikan saham sebesar 8%. Variabel INST memiliki variasi rendah sebab nilai standard deviation sebesar 0,2716 lebih rendah daripada nilai rata-rata.

Variabel kontrol pertama yaitu ukuran perusahaan. Variabel ukuran perusahaan diproyeksikan dengan variabel SIZE. Tabel 1 menunjukkan rata-rata nilai SIZE sebesar 31,0697. Rata-rata perusahaan memiliki total aset sebesar 31,0697 atau Rp 83 miliar. Variabel SIZE memiliki nilai maksimum sebesar 34,0775 pada Tenaga Nasional Berhad. Sehingga jumlah aset terbanyak dimiliki oleh Tenaga Nasional Berhad sebesar 34,0775 atau Rp 630 miliar pada tahun 2021. Sedangkan nilai minimum sebesar 27,5597 pada Alam Maritim Resources Bhd. Dengan begitu perusahaan Alam Maritim Resources Bhd memiliki aset sejumlah 27,5597 atau Rp 931 juta. Variabel SIZE memiliki variasi rendah sebab nilai standard deviation sebesar 1,4981 lebih rendah dari nilai rata-rata.

Variabel kontrol kedua yaitu usia perusahaan. Variabel usia perusahaan diproyeksikan dengan variabel AGE. Tabel 1 menunjukkan rata-rata nilai AGE sebesar 36,1500 yang berarti perusahaan yang menjadi objek penelitian rata-rata berusia 36 tahun. Variabel AGE memiliki nilai maksimum sebesar 85 tahun pada George Kent (Malaysia) Bhd pada tahun 2021 yang berarti bahwa George Kent (Malaysia) Bhd merupakan perusahaan tertua, sedangkan perusahaan dengan usia terendah yaitu PT Sarana Multi Infrastruktur (Persero) pada tahun 2015 dengan usia 6 tahun. Variabel AGE memiliki variasi rendah sebab nilai standard deviation sebesar 16,1052 lebih rendah dari nilai rata-rata.

Variabel kontrol ketiga yaitu jumlah populasi. Variabel usia perusahaan diproyeksikan dengan variabel POP. Tabel 1 menunjukkan rata-rata nilai POP sebesar 18,6129. Sehingga rata-rata jumlah populasi pada negara Indonesia dan Malaysia pada rentang tahun 2015-2021 sejumlah 18,6129 atau 815.254564 orang. Variabel POP memiliki nilai maksimum sebesar 21,7264 dan nilai minimum sebesar 17,2517. Jumlah populasi tertinggi dimiliki oleh negara Indonesia pada tahun 2021 dengan jumlah 21,7264 atau 2.726.825.000 orang. Sedangkan populasi terendah dimiliki oleh negara Malaysia 17,2517 atau 31.068.833 orang dengan jumlah Variabel POP memiliki variasi rendah sebab nilai standard deviation sebesar 2,0248 lebih rendah dari nilai rata-rata.

Variabel kontrol keempat yaitu PDB. Tabel 1 menunjukkan rata-rata nilai PDB sebesar 26,8739. Variabel PDB memiliki nilai maksimum sebesar

27,8016 dan nilai minimum sebesar 26,4312. PDB tertinggi dimiliki oleh negara Indonesia sebesar 27,8016 atau Rp 11 miliar dan PDB terendah dimiliki oleh Malaysia sebesar 26,4312 atau Rp 3 miliar Variabel PDB memiliki variasi rendah sebab nilai standard deviation sebesar 0,5216 lebih rendah daripada nilai rata-rata.

Variabel kontrol kelima yaitu tingkat inflasi. Variabel tingkat inflasi diproyeksikan dengan variabel INF. Tabel 1 menunjukkan rata-rata nilai INF sebesar 0,0209. Sehingga rata-rata inflasi pada negara Indonesia dan Malaysia pada rentang tahun 2015-2021 yaitu 2,10%. Variabel INF memiliki nilai maksimum sebesar 0,0636 dan nilai minimum sebesar -0,0113. Inflasi tertinggi terjadi di Indonesia pada tahun 2015 sebesar 6,3% dan inflasi terendah terjadi di Malaysia pada tahun 2020 sebesar -1,11% Variabel INF memiliki variasi rendah sebab nilai standard deviation sebesar 0,0168 lebih rendah daripada nilai rata-rata.

3.1.2. Model Regresi Data Panel

3.1.2.1. Uji Chow

Pemilihan model terbaik antara Common Effect Model atau Fixed Effect Model dilakukan dengan uji Chow. Keputusan dalam uji Chow ditentukan dari nilai probabilitas cross-section F.

Tabel 2 Hasil Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	42854	(19,112)	0.0000
Cross-section Chi-square	76.4931	19	0.0000

Sumber : Hasil Analisis Penulis

Hasil uji Chow pada tabel 2 nilai cross-section F menunjukkan nilai 0,0000. Nilai cross-section F lebih rendah daripada 0,05 yang menunjukkan kesimpulan hasil uji Chow memilih model Fixed Effect Model untuk model regresi data panel pada penelitian ini. Uji Hausman dilakukan setelah uji Chow untuk menentukan model terbaik antara Fixed Effect Model dengan Random Effect Model.

3.1.2.2. Uji Hausman

Uji Hausman dilakukan guna mengetahui model terbaik antara Fixed Effect Model dan Random Effect Model. Keputusan pada uji Hausman diambil dari nilai probabilitas cross-section random.

Tabel 3 Hasil Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	41.5036	5	0.0000

Sumber : Hasil Analisis Penulis

Hasil uji Hausman pada tabel 3 nilai cross-section random menunjukkan nilai 0,0000. Nilai cross-section random kurang dari 0,05 yang menunjukkan kesimpulan hasil uji Hausman memilih model Fixed Effect Model untuk model regresi data panel pada penelitian ini.

3.1.3. Uji Asumsi Klasik

3.1.3.1. Uji Normalitas

Uji normalitas dilaksanakan untuk mengetahui model regresi dan mengetahui normal atau tidaknya distribusi nilai residual (Priyatno, 2018). Metode Jarque-Bera merupakan teknik uji normalitas dalam penelitian ini.

Tabel 4 Hasil Uji Normalitas

Jarque-Bera	Probability
4.7980	0.0908

Sumber: Hasil Analisis Penulis

Hasil uji normalitas pada tabel 4, nilai probability yang diperoleh sebesar 0,0908 dan lebih besar dari 0,05. Dengan demikian model regresi pada penelitian ini berdistribusi normal.

3.1.3.2. Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas dilakukan guna menguji ada atau tidaknya ketidaksamaan varian dari residual untuk setiap observasi dalam model regresi. Model regresi yang baik adalah model regresi yang tidak terjadi heterokedastisitas (Ghozali, 2018). Metode uji Breusch-Godfrey merupakan metode yang digunakan pada penelitian untuk mengetahui terjadi atau tidaknya heterokedastisitas.

Tabel 5 Hasil Uji Heterokedastisitas

Variable	Prob.
C	0.6308
ROA	0.0613
BOARD	0.6965
INST	0.1380
SIZE_LN_	0.6907
AGE	0.0554
POP_LN_	0.8818
PDB LN_	0.6161
INF	0.9519

Sumber: Hasil Analisis Penulis

Nilai probability seluruh variabel independen dan variabel kontrol pada tabel 5 lebih besar dari 0,05 maka sesuai dengan keputusan dalam uji heterokedastisitas dapat disimpulkan bahwa tidak muncul gejala heteroskedastisitas dalam uji regresi.

3.1.3.3. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dilakukan guna mengidentifikasi ada atau tidaknya korelasi antar variabel independen dalam model regresi linier berganda. Model regresi yang baik yaitu model regresi yang tidak memiliki korelasi antar variabel independennya.

Tabel 6 Hasil Uji Multikolinieritas

Variable	Centered VIF
C	NA
ROA	1,212
BOARD	1,971
INST	1,626
SIZE_LN_	5,789
AGE	1,535
POP_LN_	4,702
PDB LN_	6,707
INF	1,376

Sumber: Hasil Analisis Penulis

Setiap variabel memiliki nilai tolerance lebih dari 0,1. Hasil uji tersebut menunjukkan bahwa pada penelitian ini tidak muncul korelasi antar variabel independen dan model regresi atau tidak terjadi multikolinieritas.

3.1.3.4 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan guna mengetahui adanya korelasi antara anggota observasi dengan observasi lain dalam waktu yang berbeda (Sriyana, 2014). Uji Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test merupakan uji autokorelasi yang digunakan dalam penelitian.

Tabel 7 Hasil Uji Autokorelasi

F-statistic	1.0721	Prob. F(2,129)	0.3453
Obs*R-squared	2.2890	Prob. Chi-Square(2)	0.3184

Sumber: Hasil Analisis Penulis

Hasil uji autokorelasi pada tabel 7 menunjukkan nilai probabilitas Chi-Square sebesar 0,3184. Nilai tersebut lebih besar dari 0,05 sehingga model regresi tidak mengalami autokorelasi.

3.1.4 Uji Hipotesis

3.1.4.1. Uji Regresi Linier Berganda

Tabel 8 Hasil Uji Regresi Linier Berganda

Variable	Coefficient	Prob.
C	-88.2507	0.0159
ROA	1.9430	0.2291
BOARD	0.2007	0.0012
INST	1.4556	0.0070
SIZE	0.0219	0.8237

Variable	Coefficient	Prob.
AGE	-0.0105	0.2612
POP	-1,0654	0.0171
PDB_	4.0013	0.0168
INF	-10.7009	0.2602
R-squared	0.5840	
Adjusted R-squared	0.4837	
F-statistic	5.8235	
Prob(F-statistic)	0.0000	

Sumber: Hasil Analisis Penulis

Berdasarkan hasil uji regresi linier berganda pada tabel 8, model regresi pada penelitian ini dapat dikembangkan sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 RATING_{it} = & -88,250 + 1,943ROA_{it} \\
 & + 0,200BOARD_{it} + 1,455INST_{it} \\
 & + 0,021SIZE_{it} - 0,010AGE_{it} \\
 & - 1,065POP_{it} + 4,001PDB_{it} \\
 & - 10,700INF_{it} + e
 \end{aligned}$$

Intersp konstanta senilai -88,250. Hasil tersebut menunjukkan jika nilai seluruh variabel independen dan variabel kontrol adalah 0, maka variabel peringkat sukuk senilai -88,250. Nilai koefisien regresi ROA senilai 1,943. Hasil tersebut bermakna apabila variabel ROA bertambah sebanyak 1 kali, maka variabel peringkat sukuk akan bertambah senilai 1,943 dengan asumsi variabel independen yang lain tetap. Nilai koefisien regresi BOARD senilai 0,200. Hasil tersebut dapat diartikan jika variabel BOARD bertambah sebanyak 1 kali, maka variabel peringkat sukuk akan bertambah senilai 0,200 dengan asumsi variabel independen yang lain tidak berubah. Nilai koefisien regresi INST senilai 1,455. Hasil tersebut dapat diartikan jika variabel INST bertambah sebanyak 1 kali, maka variabel peringkat sukuk akan bertambah senilai 1,455 dengan asumsi variabel independen yang lain tidak berubah. Nilai koefisien regresi SIZE senilai 0,021. Hasil tersebut dapat diartikan jika variabel SIZE bertambah sebanyak 1 kali, maka variabel peringkat sukuk akan bertambah senilai 0,021 dengan asumsi variabel independen lain tidak berubah. Nilai koefisien regresi AGE senilai -0,010. Hasil tersebut dapat diartikan jika variabel AGE bertambah sebanyak 1 kali, maka variabel peringkat sukuk akan menurun senilai 0,010 dengan asumsi variabel independen yang lain tidak berubah. Nilai koefisien regresi POP senilai -1,065. Hasil tersebut dapat diartikan jika variabel POP bertambah sebanyak 1 kali, maka variabel peringkat sukuk akan menurun senilai 1,065 dengan asumsi variabel

independen yang lain tidak berubah. Nilai koefisien regresi PDB senilai 4,001. Hasil tersebut dapat diartikan jika variabel PDB bertambah sebanyak 1 kali, maka variabel peringkat sukuk akan bertambah senilai 4,001 dengan asumsi variabel independen lain tidak berubah. Nilai koefisien regresi INF senilai -10,700. Hasil tersebut dapat diartikan jika variabel INF bertambah sebanyak 1 kali, maka variabel peringkat sukuk akan menurun senilai 10,700 dengan asumsi variabel independen yang lain tidak berubah.

3.14.2. Uji Koefisien Determinasi

Hasil uji regresi pada tabel 8 menunjukkan nilai adjusted R-squared atau nilai koefisien determinasi sebesar 0,484 atau 48,4%. Nilai tersebut menyatakan bahwa sebesar 48,4% variabel dependen dipengaruhi oleh variabel dependen, sedangkan variabel lain di luar penelitian memengaruhi 51,6% variabel dependen.

3.14.3. Uji Simultan

Hasil uji simultan pada tabel 8 diperoleh nilai Prob(F-statistic) 0,000. Nilai tersebut menunjukkan bahwa model regresi yang disusun sesuai dengan data dan bisa digunakan untuk menguji hipotesis. Hal tersebut ditandai dengan nilai signifikansi kurang dari 0,05.

3.14.4. Uji Parsial

Uji parsial atau uji T dilaksanakan guna mengetahui sejauh mana pengaruh variabel-variabel independen secara individu pada variabel dependen (Ghozali, 2018). Apabila hasil hitung $< 0,05$ maka variabel independen memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Jika hasil hitung $> 0,05$ maka variabel independen tidak memengaruhi variabel dependen.

Nilai signifikansi variabel profitabilitas pada tabel 8 menunjukkan 0,229 dan nilai koefisien regresi sebesar 1,943 menunjukkan ke arah positif. Hasil uji parsial tersebut lebih dari 0,05. Dapat diambil kesimpulan bahwa profitabilitas tidak mempengaruhi peringkat sukuk dan hasil penelitian tidak didukung oleh data. Nilai signifikansi variabel ukuran dewan komisaris setelah dilakukan uji parsial diperoleh hasil 0,001 dan nilai koefisien regresi sebesar 0,200 menunjukkan ke arah positif. Hasil uji parsial tersebut kurang dari 0,05. Dapat diambil kesimpulan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh signifikan terhadap peringkat sukuk dan hasil penelitian didukung oleh data. Nilai signifikansi variabel kepemilikan institusional setelah dilakukan uji parsial diperoleh hasil 0,007 dan nilai koefisien regresi

sebesar 1,455 menunjukkan ke arah positif. Hasil uji parsial tersebut kurang dari 0,05. Dapat diambil kesimpulan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap peringkat sukuk dan hasil penelitian didukung oleh data.

Nilai signifikansi variabel kontrol ukuran perusahaan setelah dilakukan uji parsial diperoleh hasil 0,823 dan nilai koefisien regresi sebesar 0,021 menunjukkan ke arah positif. Hasil uji parsial tersebut lebih dari 0,05. Dapat diambil kesimpulan bahwa ukuran perusahaan tidak memengaruhi peringkat sukuk. Nilai signifikansi variabel kontrol usia perusahaan setelah dilakukan uji parsial diperoleh hasil 0,261 dan nilai koefisien regresi sebesar 0,010 menunjukkan ke arah negatif. Hasil uji parsial tersebut lebih dari 0,05. Dapat diambil kesimpulan bahwa usia perusahaan tidak berpengaruh terhadap peringkat sukuk. Nilai signifikansi variabel kontrol jumlah populasi setelah dilakukan uji parsial diperoleh hasil 0,017 dan nilai koefisien regresi sebesar 1,065 menunjukkan ke arah negatif. Hasil uji parsial tersebut kurang dari 0,05 akan tetapi memiliki koefisien regresi yang negatif. Dapat diambil kesimpulan bahwa jumlah populasi berpengaruh negatif terhadap peringkat sukuk. Semakin banyak jumlah populasi akan berdampak pada semakin rendahnya peringkat sukuk. Nilai signifikansi variabel kontrol PDB setelah dilakukan uji parsial diperoleh hasil 0,017 dan nilai koefisien regresi sebesar 4,001 menunjukkan ke arah negatif. Hasil uji parsial tersebut lebih dari 0,05 akan tetapi memiliki koefisien regresi negatif. Dapat diambil kesimpulan bahwa PDB berpengaruh negatif terhadap peringkat sukuk. Semakin besar nilai PDB akan berdampak pada semakin rendahnya peringkat sukuk. Nilai signifikansi variabel kontrol tingkat inflasi setelah dilakukan uji parsial diperoleh hasil 0,260 dan nilai koefisien regresi sebesar 10,700 menunjukkan ke arah negatif. Hasil uji parsial tersebut lebih dari 0,05. Dapat diambil kesimpulan bahwa tingkat inflasi tidak memengaruhi terhadap peringkat sukuk.

3.2. Pembahasan

3.2.1. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Peringkat Sukuk

Hasil analisis dalam penelitian ini membuktikan bahwa peringkat sukuk tidak dipengaruhi oleh profitabilitas. Hal tersebut dibuktikan dengan signifikansi profitabilitas setelah dilakukan uji parsial diperoleh hasil 0,229 dan lebih besar dari 0,05 serta

nilai koefisien regresi sebesar 1,943 menunjukkan ke arah positif. Hasil pengujian selaras dengan pengujian yang telah dilakukan oleh Melzatia et al. (2019), Ni'mah et al. (2020), dan Titisari et al. (2017) yang menjelaskan bahwa peringkat sukuk tidak dipengaruhi oleh profitabilitas. Tidak berpengaruhnya profitabilitas terhadap peringkat sukuk disebabkan oleh metode pemeringkatan yang dilakukan oleh lembaga pemeringkat sukuk. PT PEFINDO dan MARC Berhad tidak menggunakan komponen profitabilitas sebagai aspek dalam penilaian sukuk perusahaan. Hasil analisis tidak selaras dengan teori sinyal yang menjelaskan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang baik memiliki peringkat sukuk yang baik pula. Selain itu, berdasarkan teori sinyal tingkat profitabilitas yang baik menjadi sinyal positif mengenai imbal hasil dan tingkat risiko sukuk (Melzatia et al., 2018). Aspek profitabilitas dalam penelitian ini tidak menjadi sinyal positif maupun negatif yang menunjukkan peringkat sukuk perusahaan. Hal tersebut terjadi karena perilaku investor yang tidak memerhatikan aspek profitabilitas dengan proksi return on asset (ROA). ROA cenderung menggambarkan profitabilitas perusahaan dalam jangka pendek. Investor tidak dapat mengestimasi atau memperkirakan imbal hasil yang akan didapat dari sukuk sebab ROA tidak memberikan gambaran jangka panjang terkait perusahaan.

3.2.2. Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris Terhadap Peringkat Sukuk

Hasil analisis dalam penelitian ini membuktikan bahwa peringkat sukuk dipengaruhi secara signifikan oleh dewan komisaris. Hal tersebut dibuktikan dengan nilai signifikansi profitabilitas sebesar 0,001 dan kurang dari 0,05 serta nilai koefisien regresi sebesar 0,200 menunjukkan ke arah positif. Semakin banyak jumlah dewan komisaris akan berakibat pada semakin unggul peringkat sukuk perusahaan dalam waktu ke waktu. Hasil pengujian selaras dengan pengujian Astuti (2020) dan Elhaj et al. (2018) yang menyatakan bahwa peringkat sukuk dipengaruhi oleh ukuran dewan komisaris. Teori agensi menjelaskan bahwa dewan komisaris berperan untuk mengawasi keputusan dan perilaku manajemen perusahaan. Semakin besar ukuran dewan komisaris maka berdampak pada semakin unggul pula peringkat sukuk yang diberikan oleh lembaga pemeringkat kepada perusahaan (Elhaj et al., 2018). Penelitian Aman & Nguyen (2013) memperkuat hasil analisis

pada penelitian ini. Peringkat kredit yang lebih unggul dikaitkan dengan ukuran dewan komisaris yang besar. Temuan tersebut menjelaskan bahwa konflik keagenan dan risiko bagi pemegang utang dapat dikurangi dengan adanya pemantauan aktif oleh dewan komisaris. Peran pengawasan dipengaruhi oleh ukuran dewan komisaris. Jumlah dewan komisaris yang banyak akan berdampak pada peran pengawasan yang merata sehingga kinerja perusahaan semakin unggul dan meningkatnya peringkat sukuk dari waktu ke waktu.

3.2.3. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Peringkat Sukuk

Hasil analisis dalam penelitian ini membuktikan bahwa peringkat sukuk dipengaruhi secara signifikan oleh kepemilikan institusional. Hal tersebut dibuktikan dengan nilai signifikansi profitabilitas sebesar 0,007 dan kurang dari 0,05 serta nilai koefisien regresi sebesar 1,455 menunjukkan ke arah positif. Semakin besar nilai kepemilikan institusional akan berdampak pada semakin baiknya peringkat sukuk perusahaan. Hasil pengujian selaras dengan penelitian Sari & Murtini (2015) dan Astuti (2020) yang menyatakan peringkat sukuk dipengaruhi secara signifikan oleh kepemilikan institusional. Teori agensi menyatakan bahwa konflik keagenan dapat diminimalisir dengan kepemilikan institusional. Investor institusional dengan kepemilikan saham pada perusahaan berperan sebagai pengawas performa manajemen. Kepemilikan institusional berperan sebagai kendali pihak manajemen melalui fungsi pengawasan sehingga dapat mengurangi kesalahan manajemen (Utami, 2012). Pengawasan yang dilaksanakan oleh investor institusional berfungsi sebagai pencegahan bilamana manajemen perusahaan bertindak untuk kepentingan pribadi sehingga menguntungkan pemegang sukuk. Hal tersebut disebabkan oleh investor institusional yang memiliki fungsi pengendalian yang lebih baik daripada investor individu. Aktivitas pengawasan tersebut juga mampu mengurangi risiko agensi (Ashbaugh-Skaife et al., 2006).

4. KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh dari profitabilitas, ukuran dewan komisaris, dan kepemilikan institusional terhadap peringkat sukuk perusahaan infrastruktur yang beroperasi di negara Indonesia dan Malaysia selama tahun 2015-

2021. Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan, dapat diambil kesimpulan bahwa profitabilitas tidak mempengaruhi peringkat sukuk perusahaan, ukuran dewan komisaris dan kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap peringkat sukuk perusahaan.

5. REFERENSI

- Almara, D. S., & Muharam, H. (2015). Analisis Pengaruh Nilai Sukuk, Rating Sukuk, dan Risiko Sukuk Terhadap Last Yield Sukuk (Studi Kasus Perusahaan Konvensional non-bank yang Menerbitkan Sukuk di Indonesia Periode tahun 2008-2011). *Diponegoro Journal of Management*, 4, 1–12.
- Aman, H., & Nguyen, P. (2013). Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit ratings of Japanese firms. *Research in International Business and Finance*, 29(1), 14–34. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.02.002>
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1–2), 203–243. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.02.003>
- Astuti, R. P. (2020). The Influence of Good Corporate Governance on Sukuk Rating. *Journal of Islamic Economics and Social Science (JIESS)*, 1(1), 43. <https://doi.org/10.22441/jiess.2020.v1i1.005>
- Borhan, N. A., & Ahmad, N. (2018). Identifying the determinants of Malaysian corporate Sukuk rating. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 11(3), 432–448. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-02-2017-0045>
- Elhaj, M. A., Muhamed, N. A., & Ramli, N. M. (2015). The Influence of Corporate Governance, Financial Ratios, and Sukuk Structure on Sukuk Rating. *Procedia Economics and Finance*, 31(McMillen 2007), 62–74. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)01132-6](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)01132-6)
- Elhaj, M. A., Muhamed, N. A., & Ramli, N. M. (2018). The effects of board attributes on Sukuk rating. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 11(2), 312–330. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-03-2017-0057>
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hadinata, S. (2020). Determinan Peringkat Sukuk: Ditinjau dari Aspek Akuntansi dan Non-Akuntansi. *Wahana Riset Akuntansi*, 8(2), 95. <https://doi.org/10.24036/wra.v8i2.109370>
- IDX. (2023). *Garuda (GIAA) akan Lunasi Sebagian Surat Utang & Sukuk dengan Tender Offer*. <https://www.idxchannel.com/market-news/garuda-giaa-akan-lunasi-sebagian-surat-utang-sukuk-dengan-tender-offer>
- IIFM. (2022). *IIFM Sukuk Report* (Issue August, pp. 1–202). <https://www.iifm.net/sukuk-reports>
- Laila, N., Rusmita, S. A., Cahyono, E. F., & Azman-Saini, W. N. W. (2021). The role of financial factors and non-financial factors on corporate bond and sukuk rating Indonesia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 12(8), 1077–1104. <https://doi.org/10.1108/JIABR-10-2019-0187>
- Mahomed, Z., Ramadilli, S., & Ariff, M. (2018). Sukuk announcement effects during financial crisis: the case for Indonesia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 9(4), 567–586. <https://doi.org/10.1108/JIABR-10-2017-0143>
- Melinda, D., & Wardani, M. K. (2019). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Sukuk Pada Perusahaan Penerbit Sukuk di Bursa Efek Indonesia. *Kompartemen: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 16(2), 69–90. <https://doi.org/10.30595/kompartemen.v16i2.4742>
- Melzattia, S., Badaruddin, R. F. R., & Hammat, Z. (2019). Sukuk rating, the involvement of agency theory. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 6(8), 139–155.
- Melzattia, S., Meiwanto, C., & Corresponding, D. (2018). *Yield Sukuk: Maturity, Rating and Value of Emission*. 9(12), 106–112.
- Ni'mah, A., Laila, N., Rusmita, S. A., & Cahyono, E. F. (2020). DETERMINANTS OF CORPORATE BOND AND SUKUK RATINGS IN INDONESIA. *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, 6(3), 193–208. <https://doi.org/10.4324/9781003049814-14>
- Otoritas Jasa Keuangan. (2021). *Sukuk Korporasi 2021* (pp. 1–14).
- PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. (2015). *Keterbukaan Informasi kepada Pemegang Saham PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. sehubungan dengan Transaksi Material dalam rangka memenuhi Peraturan Bapepam dan LK No.IX.E.2 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha Utama* (Issue Ix).
- PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk. (2020). *GARUDA INDONESIA RAIH PERSETUJUAN PERPANJANGAN MASA PELUNASAN SUKUK GLOBAL*. <https://www.garuda-indonesia.com/id/id/news-and-events/garuda-indonesia-raih-persetujuan-perpanjangan-masa-pelunasan-sukuk-global>

- Reuters. (2021). *Airline Garuda Indonesia defaults on \$500 mln sukuk*. <https://www.reuters.com/business/airline-garuda-indonesia-defaults-500-mln-sukuk-2021-06-18/>
- Sari, L. K., & Murtini, H. (2015). Pengaruh Corporate Governance terhadap Obligasi Perusahaan Non Keuangan. *Accounting Analysis Journal*, 4(1), 1–13.
- Securities Commission. (2022). *Securities Commission Malaysia Annual Report 2021* (pp. 1–195).
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2020). *Research Methods For Business: A Skill Building Approach*. Wiley.
- Sriyana, J. (2014). *Metode Regresi Data Panel*. Ekonisia.
- Suratmi, & Yustina Rahmawati, I. (2020). The Effect of Profitability Ratio, Liquidity Ratio, Leverage Ratio, and Company Size on Sukuk Rating Corporation During 2014-2017 Periods. *SHS Web of Conferences*, 86, 01027. <https://doi.org/10.1051/shsconf/20208601027>
- Titisari, K. H., Winanti, E., & Nurlaela, S. (2017). Pengaruh Rasiolikuiditas, Rasio Produktivitas, Rasio Profitabilitas, Dan Rasio Solvabilitas Terhadap Peringkat Sukuk. *Jurnal Akuntansi Dan Pajak*, 18(01), 130–139. <https://doi.org/10.29040/jap.v18i01.90>
- Utami, G. A. (2012). Mekanisme Corporate Governance Terhadap Peringkat Obligasi. *Accounting Analysis Journal*, 1(2), 151–170.