

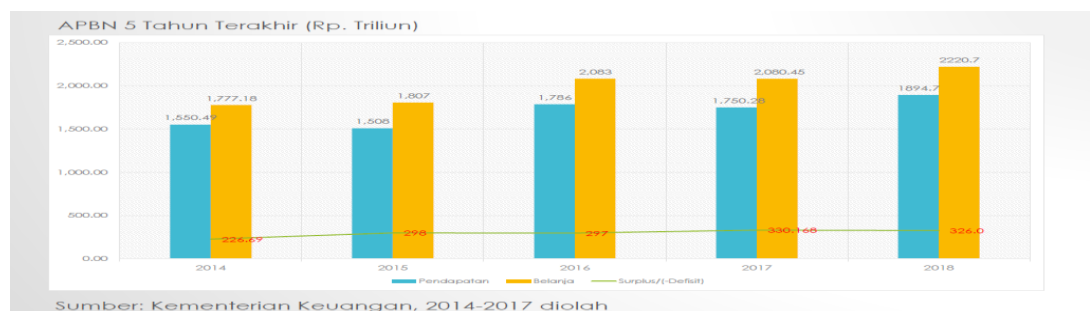
BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Ketersediaan sarana infrastruktur dan sumber daya manusia yang baik merupakan modal yang sangat penting bagi suatu negara untuk menciptakan pertumbuhan ekonomi. Ketersediaan sarana infrastruktur berhubungan erat dengan kemampuan Anggaran Pendapatan Belanja Negara (APBN) yang dimiliki dan investasi yang dilakukan oleh pihak swasta baik dalam dan luar negeri. Sejak dilantik menjadi presiden Indonesia yang ke-7 Ir. Joko Widodo (Jokowi) telah menetapkan pembangunan sarana infrastruktur di seluruh daerah sebagai program utama, hal ini untuk meningkatkan daya saing Indonesia yang telah tertinggal dibandingkan dengan negara-negara lain dikawasan ASEAN untuk penyediaan sarana infrastruktur. Berbagai proyek infrastruktur tersebut diantaranya pembangunan jalan bebas hambatan (tol), pelabuhan, bandara, waduk, dan pembangkit listrik. Kebutuhan dana untuk pembangunan sarana infrastruktur yang sangat besar tersebut tidak dapat dipenuhi dengan hanya mengandalkan APBN saja, namun mengharapkan partisipasi dari sektor swasta, baik lokal maupun luar negeri.

Gambar 1.1
APBN 5 Tahun Terakhir



Tabel 1.1
Perkiraan Kebutuhan Pendanaan periode 2015 -2019

Rp Triliun

Sektor	APBN ¹	APBD	BUMN ²	Swasta ³	Total
Jalan	340.0	200.0	65.0	200.0	805.0
Kereta Api	150.0	-	11.0	122.0	283.0
Perhubungan Laut ⁴	498.0	-	238.2	163.8	900.0
Udara	85.0	5.0	50.0	25.0	165.0
Darat (termasuk ASDP)	50.0	-	10.0	-	60.0
Transportasi Perkotaan ⁵	90.0	15.0	5.0	5.0	115.0
Ketenagalistrikan ⁶	100.0	-	445.0	435.0	980.0
Energi (Migas)	3.6	-	151.5	351.5	506.6
Teknologi Komunikasi dan Informatika	12.5	15.3	27.0	223.0	277.8
Sumber Daya Air	275.5	68.0	7.0	50.0	400.5
Air Minum dan Limbah	227.0	198.0	44.0	30.0	499.0
Perumahan	384.0	44.0	12.5	87.0	527.5
TOTAL INFRASTRUKTUR	2,215.6	545.3	1,066.2	1,692.3	5,519.4
Persentase	40.14%	9.88%	19.32%	30.66%	100.00%

1) Dukungan pendanaan APBN yang diharapkan

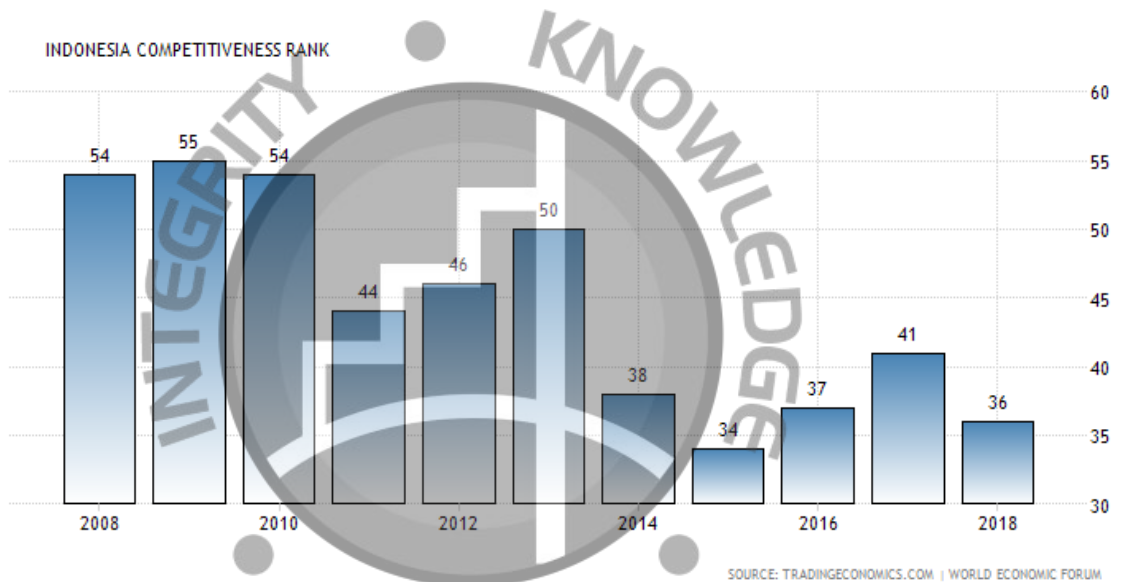
2) Dukungan pendanaan BUMN yang diharapkan.

3) Kemampuan maksimal swasta melalui percepatan kerjasama pemerintah dan swasta termasuk *business to business*

Untuk memenuhi kebutuhan dana pembangunan infrastruktur, pemerintah telah melakukan berbagai strategi diantaranya dengan mengeluarkan paket kebijakan, yang hingga saat ini sudah mencapai 16 paket kebijakan untuk mempermudah proses usaha dan investasi langsung perusahaan asing di Indonesia. Dengan demikian diharapkan kebutuhan dana tersebut dapat terpenuhi melalui pihak swasta baik dari dalam negeri dan luar negeri. Program lainnya yang dijalankan oleh pemerintah adalah dengan menggulirkan *Tax amnesty*. Dijalankannya program *tax amnesty* memungkinkan dana-dana yang selama ini tersimpan diluar negeri dapat kembali ke Indonesia dan diinvestasikan didalam negeri minimal 3 tahun. Efek dari masuknya dana yang berasal luar negeri likuiditas lembaga keuangan dan pasar modal Indonesia mengalami peningkatan.

Efek dikeluarkannya paket kebijakan ekonomi oleh pemerintah mendapat respon yang baik oleh dunia internasional hal ini bisa dilihat dari hasil program *tax amnesty* yang dijalankan dan indeks kompetitif Indonesia semakin meningkat dan mengalami perbaikan dari tahun-tahun sebelumnya serta tingkat pertumbuhan yang relatif konstan berada pada kisaran 4,5% s.d 5% pertahun.

Gambar 1.2
Indeks Kompetitif Global



Gambar 1.3
Pertumbuhan Ekonomi Indonesia



Dengan adanya perbaikan dalam hal indeks kompetitif global dan pertumbuhan ekonomi yang tetap terjaga meningkatkan kepercayaan investor luar negeri terhadap Indonesia, hal ini tercermin dengan berbagai lembaga internasional yang memberikan peringkat layak investasi (*investment grade*).

Tabel 1.2
Peringkat Investasi Indonesia

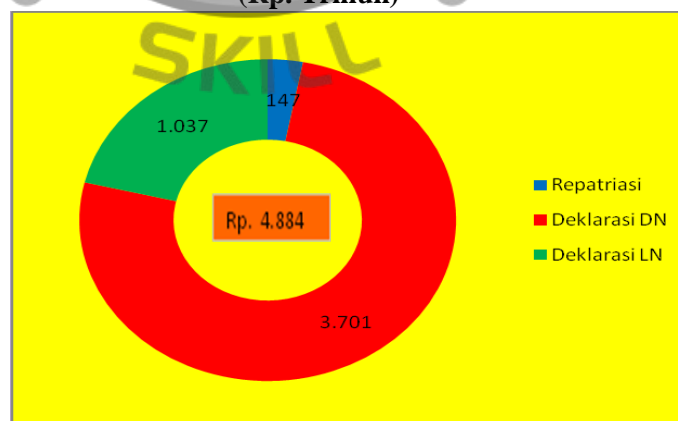
Peringkat Investasi Indonesia			
Tahun	Moody's	Fitch Ratings	Standard & Poor's
2015	Ba1/stable	BBB-/Investment Grade	BBB-/stable
2016	Ba1/stable	BBB-/Investment Grade	BBB-/stable
2017	Baa3/Investment Grade	BBB-/Investment Grade	BB+/Investment Grade

Keterangan: Stable= Stabil/tetap,
Investment Grade= Negara tujuan investasi jangka panjang

Sumber: Bloomberg – Litbang KJ/and

Indonesia termasuk negara yang sukses menyelenggarakan *tax amnesty* hal ini bisa dilihat dari komposisi harta yang di deklarasikan di dalam dan luar negeri hingga mencapai \pm Rp. 4.700 triliun.

Gambar 1.4
Komposisi Harta berdasarkan Surat Pernyataan Harta (Rp. Triliun)



Sesuai dengan ketentuan perpajakan yang ada, dana hasil dari program *tax amnesty* harus diinvestasikan di dalam negeri selama kurang lebih 3

tahun. Pasar modal Indonesia saat ini menjadi satu alternatif baik bagi para perusahaan untuk mendapatkan modal kerja maupun bagi para investor untuk melakukan investasi. Berkembangnya pasar modal di Indonesia saat ini disebabkan diantaranya adanya program *tax amnesty*, pertumbuhan ekonomi Indonesia selama 4 tahun terakhir (2012 - 2015) yang relatif stabil pada angka pertumbuhan rata-rata 5% dan peringkat investasi yang diberikan lembaga pemeringkat dunia kepada Indonesia sebagai negara *investment grade*.

Pihak swasta merupakan salah satu pihak yang memanfaatkan keadaan tersebut, pemanfaatan pasar modal sebagai salah satu alternatif untuk mencari sumber dana yang dibutuhkan oleh pihak swasta untuk melakukan pengembangan usaha mereka dengan cara menerbitkan surat utang (sukuk) melalui pasar modal. Dengan melakukan emisi (menerbitkan) sukuk maka perusahaan swasta akan memperoleh keuntungan atas penerbitan sukuk ini diantaranya:

- 1) Adanya kepastian *cost of fund* yang tidak berubah selama jangka waktu sukuk.
- 2) Perusahaan diuntungkan dari arus kas (*cash flow*) karena hanya membayar imbal sukuk setiap 3 bulanan dan pelunasan pokok dilakukan pada saat jatuh tempo.
- 3) Pemasaran sukuk menjadi lebih besar karena lembaga-lembaga berbasis syariah dapat membeli sukuk, karena lembaga-lembaga tersebut tidak dapat membeli obligasi konvensional.

Penerbitan sukuk yang dilakukan oleh perusahaan (swasta) mengharapkan mendapatkan tingkat imbal hasil sukuk yang rendah sehingga *cost of fund* yang ditanggung tidak membebani arus kas perusahaan. Pada proses penerbitan sukuk ini perusahaan bekerja sama dengan lembaga penunjang dan profesi pasar modal diantaranya, *underwriter*, akuntan publik, konsultan hukum, lembaga pemeringkatan dan notaris. Perusahaan cenderung akan menggunakan pihak-pihak yang telah mempunyai reputasi yang baik agar dapat mencapai tujuan perusahaan mendapatkan imbal hasil sukuk yang rendah.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk dapat mengidentifikasi faktor-faktor apa saja yang berpengaruh terhadap tingkat imbal hasil sukuk, hal ini sangat penting bagi perusahaan yang akan menerbitkan sukuk untuk dapat merencanakan penerbitan dengan baik. Faktor-faktor yang diindikasikan mempengaruhi tingkat imbal hasil sukuk diantaranya jaminan, *rating* dan *underwriter*.

Penelitian terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat imbal hasil sukuk/obligasi telah dilakukan oleh beberapa peneliti terdahulu, pengaruh *rating* terhadap tingkat *yield* / imbal hasil oleh Hadasman (2008) dengan hasil berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield to maturity* obligasi, sedangkan hasil penelitian Nanik (2013), Edward (2008), dan Nurfauziah dan Setyarini (2004) menunjukkan hasil *rating* tidak berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield* / imbal hasil.

Pengaruh jaminan terhadap *yield* / imbal hasil obligasi pada proses emisi juga telah dilakukan penelitian oleh Magreta dan Poppy Nurmayanti (2009), hasil penelitian menunjukkan jaminan berpengaruh terhadap *yield* / imbal hasil, sedangkan hasil penelitian Nurfauziah & Setyarini Fatma Setyarini (2004) menunjukkan hasil sebaliknya.

Pengaruh *underwriter* terhadap *yield* / imbal hasil pada proses emisi obligasi juga telah dilakukan penelitian oleh Lou dan Vas (2013), hasil penelitian menunjukkan *underwriter* bereputasi akan menurunkan hasil *yield* / imbal hasil sebesar 19 basis poin. Hasil penelitian Ahmed et. al (2008), Pittman dan Fortin (2004) dan Mansi et. al (2004) menunjukkan *underwriter* bereputasi berpengaruh terhadap *yield* / imbal hasil saat emisi, sedangkan hasil penelitian Gopalan (2011), Chemmanur dan Fulghieri (1994) menunjukkan hasil sebaliknya.

Dari hasil penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang belum konsisten terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *yield* / imbal hasil sukuk, sehingga menurut penulis masih perlu dilakukan penelitian lebih lanjut agar dapat diidentifikasi secara pasti faktor-faktor yang berpengaruh terhadap tingkat *yield* obligasi berbasis syariah (sukuk) saat emisi. Berdasarkan uraian diatas dan hasil penelitian sebelumnya, faktor-faktor yang diprediksi berpengaruh terhadap tingkat imbal hasil sukuk pada saat emisi diantaranya Jaminan, *Ratings* dan *Underwriter* bereputasi.

Penelitian yang akan dilakukan oleh penulis mempunyai beberapa perbedaan dengan penelitian sebelumnya diantaranya:

- a) Penelitian sebelumnya tidak memperhitungkan peran *underwriter* bereputasi sebagai variabel *moderating* yang dapat mempengaruhi hubungan antara jaminan dan *rating* terhadap tingkat imbal hasil sukuk.
- b) Penelitian terdahulu tidak memisahkan antara obligasi, sukuk dan obligasi subordinasi, hal ini perlu diperhatikan karena perbedaan regulasi yang mengatur penerbitan obligasi/sukuk.
- c) Pada penelitian terdahulu pengukuran terhadap variabel *rating* menggunakan variabel *dummy* dengan mengelompokkan menjadi 2 yaitu nilai 1 untuk *investment grade* dan nilai 0 untuk *non investment grade*. Sedangkan pada penelitian ini menggunakan pengelompokan menjadi 10.

1.2 Identifikasi Masalah

1.2.1 Identifikasi Masalah

Perusahaan dalam memenuhi kebutuhannya akan dana tentu sangat mempertimbangkan faktor biaya atas perolehan dana tersebut. Dalam hal penerbitan sukuk, perusahaan akan berusaha maksimal agar imbal hasil yang dikeluarkan serendah mungkin sehingga tidak membebani perusahaan. Berdasarkan uraian di atas maka masalah yang dapat diidentifikasi adalah perlunya perencanaan yang baik oleh perusahaan yang akan melakukan emisi

sukuk. Perusahaan harus dapat mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi imbal hasil dari sukuk. Faktor-faktor yang diindikasikan mempengaruhi tingkat imbal hasil sukuk diantaranya *jaminan*, *rating* sukuk perusahaan dan *underwriter*.

1.2.2 Pembatasan Masalah

Agar permasalahan dalam penelitian ini tidak meluas, penelitian ini memfokuskan pada pengaruh *jaminan*, *rating* dan *underwriter* pada imbal hasil sukuk dengan pembatasan yang dilakukan sebagai berikut :

1. Periode penelitian adalah tahun 2010 -2017
2. Penelitian dilakukan terhadap sukuk yang telah terdaftar dan diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia
3. Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari dokumentasi data keuangan dan prospektus yang ada pada Bursa Efek Indonesia

1.2.3 Rumusan Masalah

Atas dasar uraian diatas penulis merumuskan masalah penelitian terhadap faktor-faktor yang berpengaruh terhadap imbal hasil sukuk sebagai berikut :

1. Apakah terdapat pengaruh jenis jaminan perusahaan terhadap imbal hasil sukuk ?
2. Apakah terdapat pengaruh antara jenis jaminan terhadap imbal hasil sukuk dengan *underwriter* sebagai variabel *moderating*?

3. Apakah terdapat pengaruh *rating* sukuk terhadap imbal hasil sukuk ?
4. Apakah terdapat pengaruh antara *rating* sukuk terhadap imbal hasil dengan *underwriter* sebagai variabel *moderating*?

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

1. Memberikan bukti empiris bahwa jenis jaminan perusahaan berpengaruh terhadap imbal hasil sukuk.
2. Memberikan bukti empiris bahwa jenis jaminan berpengaruh terhadap imbal hasil sukuk dengan *underwriter* sebagai variabel *moderating*.
3. Memberikan bukti empiris bahwa *rating* sukuk berpengaruh terhadap imbal hasil sukuk.
4. Memberikan bukti empiris bahwa *rating* berpengaruh terhadap imbal hasil sukuk dengan *underwriter* sebagai variabel *moderating*.

1.3.2 Kegunaan Penelitian

1. Bagi pengembangan teori

Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan informasi yang lebih komprehensif mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap imbal hasil saat emisi sukuk, penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan kontribusi untuk menjelaskan teori *signal*, teori agen dan informasi asimetri.

2. Bagi praktek bisnis

Hasil penelitian ini diharapkan memberikan bukti empiris terhadap perusahaan yang akan melakukan emisi sukuk agar memperhatikan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap imbal hasil.

