

PENGARUH PROFITABILITAS, EFISIENSI, DAN SYARIAH COMPLIANCE TERHADAP YIELD SUKUK MUDHARABAH DI INDONESIA

Ernawati
erna@api.co.id
Akhmad Riduwan

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research is conducted with a purpose to find out the influence of profitability, efficiency, and syariah compliance to the yield sukuk mudharabah. Variables which are used in this research are profitability, efficiency, and syariah compliance as independent variables, and yield sukuk mudharabah as the dependent variable. The annual data of 2008-2012 periods is used as the source of data. The sample of the research consists of three issuers of sukuk mudharabah from the total of five issuers of sukuk mudharabah which are listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) and they have been chosen by using purposive sampling. Quantitative method is the statistic method that is used in this research and multiple linear regressions as test instrument. The normality assumption test shows that the data has normally distributed. The autocorrelation assumption test shows that the data is used randomly, so there is no problem with the autocorrelation. The multicollinearity assumption test shows that there is no correlation among variables in the independent variables so the multicollinearity does not become any serious problem. The heteroscedasticity assumption test shows that the variant of constant disturbance probability distribution for the whole observation on the independent variables or in the other words heteroscedasticity does not become any problem. The result of the research shows that profitability test does not have any influence to the yield sukuk mudharabah, the efficiency variable has positive influence to the yield sukuk mudharabah, and the syariah compliance variable does not have any influence to the sukuk mudharabah in Indonesia.

Keywords: Profitability, Efficiency, Syariah Compliance, Yield Sukuk Mudharabah.

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh profitabilitas, efisiensi dan syariah compliance terhadap yield sukuk mudharabah. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah profitabilitas, efisiensi dan syariah compliance sebagai variabel bebas, dan yield sukuk mudharabah sebagai variabel terikat. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data tahunan periode 2008-2012. Sampel penelitian terdiri dari tiga emiten sukuk mudharabah dari total lima emiten sukuk mudharabah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan dipilih secara purposive sampling. Metode statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode kuantitatif dengan alat uji regresi linier berganda. Pengujian asumsi normalitas menunjukkan bahwa data berdistribusi normal. Uji asumsi autokorelasi menunjukkan data yang digunakan cukup random, sehingga tidak terdapat masalah autokorelasi. Pengujian asumsi multikolinieritas menunjukkan tidak ada hubungan antara variabel-variabel independen sehingga multikolinieritas tidak menjadi permasalahan yang serius. Pengujian asumsi heterokredastisitas menunjukkan bahwa varian dari distribusi probabilitas gangguan konstan untuk seluruh pengamatan atas variabel independen, atau dengan kata lain heteroskredastisitas tidak menjadi permasalahan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel profitabilitas tidak berpengaruh terhadap yield sukuk mudharabah, variabel efisiensi berpengaruh positif terhadap yield sukuk mudharabah, dan variabel syariah compliance tidak berpengaruh terhadap yield sukuk mudharabah di Indonesia.

Kata Kunci: Profitabilitas, Efisiensi, Syariah Compliance, Yield Sukuk Mudharabah.

PENDAHULUAN

Sektor ekonomi dan keuangan mengalami banyak perkembangan untuk mencari model ekonomi yang lebih komprehensif. Salah satu alternatif pilihan adalah mengembangkan sistem perekonomian dengan berlandaskan bagi hasil atau tanpa bunga yang dikenal dengan ekonomi berbasis syariah.

Lembaga-lembaga keuangan syariah tetap memberikan keuntungan, kenyamanan dan keamanan bagi para pemegang sahamnya, pemegang surat berharga, peminjam dan para penyimpan dana yang mempercayakan uangnya didepositkan di bank-bank syariah. Di tengah krisis keuangan global, industri keuangan syariah justru mengalami pertumbuhan yang cukup signifikan dan diperkirakan akan terus berkembang meliputi investor non-muslim.

Investor yang trauma akibat krisis keuangan bisa lebih nyaman jika menanamkan investasinya di lembaga keuangan syariah, yang menerapkan peraturan ketat dan berdasarkan hukum Islam. Sistem keuangan berbasis syariah mensyaratkan untuk mengambil keuntungan hanya dari investasi-investasi yang dilakukan secara etis dan bertanggung jawab dari sisi sosial. Sistem ekonomi syariah melarang mengambil keuntungan dari sistem riba, seperti sistem bunga yang diterapkan bank-bank konvensional dan melarang keuntungan dari investasi-investasi haram seperti perjudian, pornografi dan bisnis babi.

Pasar modal sebagai salah satu sarana yang disediakan oleh pemerintah untuk melakukan aktivitas investasi juga merupakan bagian yang tidak terlepas dalam sistem ekonomi Islam. Menurut UU RI No.8/1995, Pasar modal (capital market) adalah kegiatan yang bersangkutan dengan peraturan umum dan perdagangan efek, perusahaan *public* yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek-efek.

Semakin meningkatnya minat dan kepercayaan investor atas instrument ini dipengaruhi oleh salah satu faktor penting yaitu prinsip bagi hasil yang terdapat pada *sukuk*, *system* ini mensyaratkan antara investor dan emiten untuk menjalin sebuah hubungan kerjasama kemitraan diantara keduanya, bukan hubungan antara kreditur dan debitur yang terdapat pada obligasi konvensional. Sedangkan maksud dari ketentuan bagi hasil mengandung pengertian tidak hanya keuntungan saja yang dibagi namun resiko atas investasi tersebut juga dibagi antara investor dan emiten (*profit and loss sharing*). Sedangkan pola bagi hasilnya, harus dalam bentuk presentase dan harus ditentukan pada awal transaksi. Pola bagi hasil ini sangat fleksibel. Pola bagi hasil bisa tetap sampai jatuh tempo *sukuk* berakhir atau bisa juga fluktuatif sesuai dengan situasi dan kondisi yang dialami atau bisa juga berubah atas keinginan dan kesepakatan antara investor dan emiten. Sistem seperti inilah yang membentuk sinergi antara emiten dan investor karena diantara keduanya terdapat satu tujuan, yaitu mendapatkan bagi hasil yang optimal.

Sistem bagi hasil yang diterapkan ekonomi Islam baik dalam kondisi ekonomi baik maupun buruk tidak terjadi eksploitasi dan predatori serta tekanan (intimidasi). Pengembalian investasi dalam ekonomi Islam dibagi berdasarkan presentase bagi hasil yang telah disepakati pada awal transaksi. Pada saat pengembalian investasi tinggi maka kreditur dan debitur mendapatkan bagian bagi hasil yang tinggi pula dan sebaliknya pada saat pengembalian investasi rendah maka kreditur dan debitur mendapatkan bagian bagi hasil yang rendah pula. Apabila mengalami kerugian maka kerugian tersebut dibagi juga antara kreditur dan debitur berdasarkan presentase bagi hasil yang disepakati pada awal transaksi (Nafik, 2008).

Di Indonesia terdapat dua akad *sukuk* syariah yang sering diterapkan yaitu akad *mudharabah* dan akad *ijarah*. Meskipun tidak menutup kemungkinan untuk menerapkan akad

sukuk lainnya. *Sukuk Mudharabah* merupakan *sukuk* yang menggunakan akad bagi hasil sehingga pendapatan yang diperoleh investor atau obligasi tersebut diperoleh setelah mengetahui pendapatan emiten. Namun presentase bagi hasil yang akan diterima investor maupun emiten ditetapkan terlebih dahulu pada awal penerbitan. *Sukuk Ijarah* merupakan *sukuk* yang menggunakan akad sewa sehingga kupon (*fee ijarah*) bersifat tetap, dan bisa diperhitungkan sejak awal *sukuk* diterbitkan.

Di tengah kondisi krisis keuangan seperti ini, dimana kepercayaan investor terhadap instrument investasi yang berbasis konvensional semakin menurun. Menarik untuk dikaji lebih lanjut apakah pertumbuhan *sukuk* (obligasi syariah) bisa tetap positif bila melihat kondisi perekonomian yang semakin tidak menentu, terutama di Indonesia dan bisa tidaknya *sukuk* (obligasi syariah) menghasilkan *return* yang optimal bagi investornya ditengah krisis keuangan.

Dalam penelitiannya, Nur Fauziah dan Setyarini (2004) menemukan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi yield adalah inflasi, likuiditas, bunga deposito, durasi, peringkat, ketentuan *indenture*.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor profitabilitas, efisiensi dan *syariah compliance* terhadap *yield sukuk mudharabah* di Indonesia.

TINJAUAN TEORITIS DAN HIPOTESIS

Gambaran Umum Obligasi

Obligasi menurut definisi konvensional adalah surat hutang yang dikeluarkan oleh perusahaan kepada investor dengan janji membayar bunga secara periodik selama periode tertentu serta membayar nilai nominalnya pada saat jatuh tempo (Jusmaliani, 2008:341).

Keuntungan berinvestasi dengan cara membeli obligasi akan memperoleh bunga yang sifatnya tetap selama periode tertentu dan kemungkinan adanya *capital gain* yang dapat diperoleh bila obligasi tersebut diperdagangkan dipasar modal (Manan, 2007).

Menurut Nurfauziah dan Setyarini (2004), pertimbangan utama yang mendasari sebuah perusahaan swasta memilih untuk menerbitkan obligasi sebagai alternatif pendanaan jangka panjang adalah tingkat bunga obligasi yang lebih rendah daripada tingkat bunga pinjaman bank. Pada dasarnya investasi dengan cara membeli obligasi memiliki potensi keuntungan lebih besar dari produk perbankan. Menurut Brigham (1996), ditinjau dari sudut pandang emiten penerbitan obligasi memiliki beberapa keuntungan, antara lain:

1. Biaya modal setelah pajak yang rendah.
2. Bunga yang dibayarkan merupakan salah satu instrument pengurang pajak penghasilan.
3. Melalui *financial leveraged* dimungkinkan laba per lembar saham bisa meningkat.
4. Kontrol terhadap operasi perusahaan oleh pemegang saham tidak berubah.

Obligasi dapat dikeluarkan oleh pemerintah pusat, pemerintah daerah, pihak Badan Usaha Milik Negara (BUMN), atau bisa juga dikeluarkan oleh pihak swasta. Pemegang obligasi memiliki hak dan kedudukan sebagai kreditor dari penerbit obligasi. Obligasi merupakan instrument utang jangka panjang, yang pada umumnya diterbitkan dalam jangka berkisar antara lima sampai sepuluh tahun lamanya. Ada juga yang jatuh tempo selama satu tahun. Semakin pendek jangka waktu obligasi, maka semakin diminati oleh investor karena dianggap risikonya kecil.

Sukuk (Obligasi Syariah)

Definisi obligasi syariah terdapat dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah dalam ketentuan umum menjelaskan bahwa obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil *margin fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Selain istilah obligasi syariah terdapat istilah *sukuk*. Pengertian *sukuk* menurut UU No. 19 tahun 2008 tentang SBSN, *sukuk* adalah Surat Berharga Syariah Negara, atau dapat disebut *Sukuk* Negara, adalah surat berharga Negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap asset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Bukti kepemilikan ini tidak bersangkutan paut dengan kepentingan dari asset yang dimiliki tersebut. Bukti ini menjadi bukti adanya hak untuk memperoleh bagian keuntungan atau manfaat lain serta resiko dari kepemilikan atau asset tersebut.

Perbedaan dan persamaan sukuk dengan obligasi disajikan dalam table 1 dan tabel 2:

Tabel 1
Perbedaan Sukuk dengan Obligasi

No	Karakteristik	<i>Sukuk</i>	Obligasi
1	Prinsip Syariah	Berdasarkan prinsip syariah	Pendapatan bunganya bertentangan dengan syariah
2	Representasi kepemilikan	Representasi penyertaan kepemilikan pada asset usaha	Merupakan hutang
3	Representasi <i>share of assets</i>	Representasi dari <i>share of assets</i>	Representasi dari penjualan hutang
4	Basis Pendapatan	Berbasis pada <i>income</i>	Berbasis pada nilai hutang
5	Variabilitas pembayaran pendapatan	Bersifat variable tetapi ada yang bersifat tetap (<i>sewa fee ijara</i>)	Bersifat tetap
6	Hak istimewa	Tidak memiliki hak istimewa	Ada yang memiliki hak istimewa
7	Resiko	Tidak bebas resiko	Bebas resiko
8	Prioritas bagian likuidasi	Prioritas sebelum saham	Prioritas utama

Sumber : Nafik dan Muhamad (2008)

Tabel 2
Persamaan Sukuk dan Obligasi

No	Karakteristik	Sukuk	Obligasi
1	Jatuh tempo	Mempunyai jatuh tempo	Mempunyai jatuh tempo
2	<i>Marketable</i>	<i>Marketable</i>	<i>Marketable</i>
3	Periodisasi pembayaran pendapatan	Pembayaran pendapatan secara periodic	Pembayaran pendapatan secara periodic
4	Konversi menjadi saham	Memungkinkan konversi menjadi saham biasa	Memungkinkan konversi menjadi saham biasa

Sumber : Nafik dan Muhamad (2008)

Sukuk Mudharabah

Sukuk syariah mudharabah adalah *sukuk* yang menggunakan akad mudharabah. Akad mudharabah adalah akad kerjasama antara pemilik modal (*shahabbul maal*/investor) dengan pengelola (*mudharab*/emiten). Ikatan atau akad mudharabah pada hakikatnya adalah ikatan penggabungan antara percampuran berupa hubungan kerjasama antara pemilik usaha dengan pemilik harta, dimana pemilik harta (*shahabbul maal*) hanya menyediakan data secara penuh (100%) dalam suatu kegiatan dan tidak boleh secara aktif dalam pengelolaan usaha. Sedangkan pemilik usaha (*mudharab*/emiten) memberikan jasa, yaitu mengelola harta secara penuh dan mandiri (*directionary*) dalam bentuk asset pada kegiatan usaha tersebut.

Dasar hukum yang bisa digunakan sebagai dalil untuk menerbitkan *sukuk mudharabah* adalah firman Allah QS Al-Muzzammil:20 yang artinya “Apabila telah ditunaikan shalat, maka bertebaranlah kamu di muka bumi, dan carilah karena Allah dan ingatlah Allah banyak-banyak supaya kamu beruntung.”

Surat ini memerintahkan umat manusia untuk mencari karunia dengan melakukan usaha semaksimal mungkin dengan tidak melupakan hukum Allah.

Sukuk mudharabah terbagi dalam dua kategori, antara lain:

1. *Al-Mudharabah Al-Muqayyadah* adalah bentuk kerjasama antara *shahabbul maal* dan *mudharib*, dimana *mudharib* dibatasi dengan batasan jenis usaha, waktu atau tempat usaha. Adanya pembatasan ini seringkali mencerminkan kecenderungan umum si *shahabbul maal* dalam memasuki jenis dunia usaha (Antonio,1999). *Shahabbul maal* selaku pemilik dana menentukan jenis atau tempat usaha dimana dana tersebut akan diinvestasikan oleh *mudharib*. (Nafik, 2008:401).

2. *Al-Mudharabah Al-Mutlaqah* adalah bentuk kerjasama antara *shahabbul maal* dan *mudharib* yang cakupannya sangat luas dan tidak dibatasi oleh spesifikasi jenis usaha, waktu, dan daerah bisnis (Antonio, 1999). *Shahabbul maal* selaku pemilik dana memberikan kebebasan sepenuhnya kepada *mudharib* untuk menjalankan usaha apapun asal sesuai dengan akidah islam dan dapat menghasilkan keuntungan yang halal. *Mudharabah muthlaqah* ini lebih umum untuk diterapkan (Nafik, 2008:401).

Sukuk Ijarah

Sukuk ijarah adalah *sukuk* yang menggunakan akad ijarah atau sewa menyewa atas suatu asset tertentu dengan jumlah tertentu dan jangka waktu tertentu pula. Menurut Nafik (2008:434) *Sukuk* ijarah adalah sekuritas atau surat berharga yang berisi akad pembiayaan berdasarkan pada prinsip ijarah yang dikeluarkan oleh perusahaan, pemerintah, atau institusi lainnya yang mewajibkan pihak yang mengeluarkannya untuk membayar pendapatan kepada pemegang *sukuk* yang berupa *fee* dari hasil pembayaran menyewakan asset serta membayar kembali dana pokok *sukuk* pada saat jatuh tempo.

Pada umumnya pendapatan yang ditawarkan oleh pemegang *sukuk* ini adalah berupa pendapatan sewa yang bersifat tetap namun tidak menutup kemungkinan pendapatan sewa yang ditawarkan bisa berubah-ubah. *Sukuk* ijarah dalam istilah investasi umum dikenal dengan *leasing*, seperti halnya *leasing* dalam ijarah juga terdapat opsi untuk perpindahan kepemilikan obyek yang disewa atau disebut juga dengan *ijarah muntakkiyah bizzamlik*.

Sukuk musyarakah

Pada dasarnya yang dimaksud dengan *musyarakah* adalah kerjasama antara dua pihak atau lebih dengan menggunakan prinsip *joins venture*, dimana masing-masing pihak memiliki kontribusi atas dana dan sumberdaya yang digunakan. Dimana kontribusi atas dana dan sumberdaya ini pada akhirnya akan mempengaruhi *profit and loss sharing* dikemudian hari.

Sukuk Musyarakah dapat didefinisikan sebagai suatu surat berharga yang berisi akad pembiayaan berdasarkan pada prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten, pemerintah atau institusi lain yang mewajibkan pihak yang mengeluarkannya untuk membayar pendapatan kepada pemegang *sukuk* berupa bagi hasil dari pengolahan dana kontribusi dan pihak-pihak yang berakad serta dibayar kembali dana pokok *sukuk* pada saat jatuh tempo (Nafik, 2008:358).

Sukuk Isti'na

Isti'na adalah perjanjian kontrak untuk barang-barang industri yang memperbolehkan pembayaran tunai dan pengiriman di masa depan atau pembayaran di masa depan dari barang-barang yang dibuat berdasarkan kontrak tertentu. Hal ini dapat digunakan untuk menghasilkan fasilitas pembiayaan pembuatan atas bangunan rumah, pabrik, proyek, jembatan, jalan, dan jalan tol atau pembangunan infrastruktur-infrastruktur lain yang proses pengerjaan maupun penyelesaiannya dapat diukur menggunakan prosentase.

Sukuk Salam

Salam didefinisikan sebagai akad jual beli barang pesanan dengan penangguhan pengiriman oleh penjual dan pelunasannya dilakukan segera oleh pembeli sebelum barang pesanan tersebut diterima sesuai dengan syarat-syarat tertentu (Nafik, 2008:423). *Salam* adalah kontrak dengan pembayaran harga dimuka, yang dibuat untuk barang-barang yang dikirim kemudian. Tidak diperbolehkan menjual komoditas yang diurus sebelum menerimanya. Untuk itu, penerima tidak boleh menjual kembali komoditas salam sebelum menerimanya, akan tetapi ia boleh menjual kembali komoditas tersebut dengan kontrak yang lain yang parallel dengan kontrak pertama. Dalam kasus ini, kontrak pertama dan kedua harus independen satu sama lain. Spesifikasi dari barang dan jadwal pengiriman dari kedua kontrak harus sesuai satu sama lain, tetapi kedua kontrak dapat dilakukan secara independen.

Kemungkinan untuk memiliki sertifikat *salam* yang dapat diperjualbelikan belum dapat diputuskan. Sejauh ini, para pakar cenderung belum dapat menerimanya. Diperlukan analisis tentang penjualan kembali barang yang dibeli dengan menggunakan akad *salam* sebelum dimiliki oleh pembeli pertama, khususnya pada situasi dimana ia memelihara persediaan dari barang tersebut.

Sukuk Murabahah

Murabahah adalah penjualan dengan harga pembelian barang berikut untung yang diketahui (Sabiq, 1998). Pada prinsipnya akad *murabahah* adalah akad jual beli barang pada harga asal dengan tambahan keuntungan yang telah disepakati (Karim, 2004). *Murabahah* merupakan akad atau perjanjian jual-beli atas suatu barang dimana harga dan keuntungannya disetujui oleh semua pihak yang terlibat. Sedangkan pembayarannya dapat dilakukan secara tunai, cicil atau tangguh. Sementara penyerahan barang dilakukan di awal pada saat dilakukannya transaksi. *Murabahah* juga disebut *cost plus financing*. Berdasarkan pernyataan standar akuntansi keuangan nomor 102 (PSAK 102), dinyatakan bahwa harga yang disepakati dalam *murabahah* adalah harga jual, sedangkan biaya perolehan harus diberitahukan. Jika penjual mendapatkan diskon sebelum terjadinya akad *murabahah* maka itu menjadi hak pembeli. Sedangkan diskon yang diterima setelah akad *murabahah* maka perlakuan atas diskon tersebut sesuai dengan yang diatur dalam akad, dan jika tidak diatur dalam akad, maka potongan tersebut menjadi milik penjual.

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Harga Sukuk

Harga *sukuk* dipasar modal dipengaruhi oleh dua faktor, yaitu faktor eksternal dan faktor internal. Faktor eksternal dapat diartikan sebagai faktor yang dapat mempengaruhi harga baik secara langsung maupun tidak langsung, tetapi perusahaan tidak mempunyai kemampuan untuk mengendalikan faktor tersebut. Terdapat beberapa faktor eksternal yang dapat mempengaruhi harga, antara lain:

1. Kondisi makro ekonomi Indonesia.
2. Kondisi industri emiten yang bersangkutan.
3. Kondisi permintaan dan penawaran atas efek yang bersangkutan.
4. Likuiditas pasar.

Terdapat beberapa faktor internal yang dapat mempengaruhi harga, antara lain:

1. Struktur instrument *sukuk* yang diterbitkan.
2. Kinerja perusahaan yang bersangkutan. Untuk menilai kinerja perusahaan dapat dilihat dari fundamental perusahaannya, dalam kondisi umum fundamental selalu berbanding lurus dengan kinerja perusahaan. Untuk menghasilkan kinerja yang optimal, perusahaan harus mempunyai fundamental yang bagus terlebih dahulu.

Fundamental Perusahaan

Fundamental perusahaan adalah sebuah gambaran *riil* yang mencerminkan kondisi sebuah perusahaan, baik dalam masa lalu maupun kondisi yang sedang dialami, dan bisa digunakan untuk memprediksi kondisi yang akan dialami oleh sebuah perusahaan yang bersangkutan. Metode yang paling mudah untuk mengetahui kondisi fundamental perusahaan adalah menganalisis laporan keuangan yang diterbitkan perusahaan. Dalam setiap laporan keuangan perusahaan tersedia informasi-informasi yang dibutuhkan oleh investor untuk mengambil keputusan. Laporan keuangan merupakan sebuah informasi yang penting bagi investor dalam mengambil keputusan investasi. Manfaat laporan keuangan tersebut menjadi optimal bagi investor apabila investor dapat menganalisis lebih lanjut melalui analisis rasio keuangan (Penman, 1991). Horigan (dalam Tuasikal, 2001) menyatakan

bahwa rasio keuangan berguna untuk memprediksi kesulitan keuangan perusahaan, hasil operasi, kondisi keuangan perusahaan saat ini dan pada masa mendatang, serta sebagai pedoman bagi investor mengenai kinerja masa lalu dan masa mendatang.

Profitabilitas

Return merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor untuk melakukan investasi dan merupakan imbalan atas keberanian investor untuk menanggung resiko atas investasi yang dilakukannya (Tandelilin,2001:48). Setiap investor pasti menginginkan *return* dari setiap investasi yang dilakukan, dan salah satu cara untuk mendapatkan *return* dari investasi adalah melakukan investasi yang *profitable*. Menurut Hansen dan Mowen (2007), dalam Nuraini (2010) rasio profitabilitas mengukur seberapa besar keuntungan perusahaan yang diproyeksi dari besarnya tingkat pengembalian atas investasi yang dilakukan. Salah satu rasio yang dapat digunakan untuk mengukur profitabilitas dari investasi adalah GPM atau *gross profit margin*.

Nilai GPM dapat dihitung dengan membandingkan antara laba kotor dengan total pendapatan bersih perusahaan (Munawar,2004:99).

$$\text{GPM} = \frac{\text{Laba kotor}}{\text{Pendapatan bersih}}$$

Islam juga telah memerintahkan umatnya untuk melakukan investasi dengan hasil yang optimum seperti yang telah tertuang dalam firman Allah surat At-taubah:105 yang artinya "Bekerjalah kamu, maka Allah dan Rasul-Nya serta orang-orang mukmin akan melihat pekerjaanmu itu, dan kamu akan dikembalikan kepada (Allah) yang mengetahui akan yang ghaib dan yang nyata, lalu diberitakan-Nya kepada kamu apa yang telah kamu kerjakan.

Efisiensi

Selain profitabilitas, investor juga dapat menilai kinerja perusahaan melalui tingkat efisiensi perusahaan. Efisiensi merupakan suatu ukuran yang dinilai dari segi besarnya sumber biaya yang digunakan untuk mencapai hasil tertentu. Efisiensi dapat dinilai dengan membandingkan antara hasil yang diperoleh (output) dengan jumlah sumberdaya yang digunakan (input). Suatu perusahaan dapat dikatakan efisiensi apabila menggunakan jumlah unit yang lebih sedikit bila dibandingkan dengan jumlah unit input yang digunakan perusahaan lain untuk menghasilkan output yang sama, atau menggunakan unit input yang sama, dapat menghasilkan jumlah output yang lebih besar (Pensono dan Darmawan, 2000:2).

Nilai efisiensi dalam perusahaan dapat dilihat dari rasio BOPO yaitu rasio keuangan yang membandingkan beban operasi perusahaan terhadap pendapatan operasionalnya. Perhitungannya adalah:

$$\text{BOPO} = \frac{\text{Total beban operasional}}{\text{Total pendapatan operasional}}$$

Al-qur'an telah mengatur bahwa, setiap penggunaan sumber daya harus dilakukan dengan efisien, karena berlebihan dalam penggunaan sumber daya sama halnya dengan pemborosan, dan ini bertentangan dengan nilai Islam. Islam memerintahkan investasi yang efisien dengan hasil yang maksimum (Nafik,2008:343) seperti yang tertuang dalam QS Al-Isra' ayat 26-27.

"26. Dan berikanlah kepada keluarga-keluarga yang dekat akan haknya, kepada orang miskin dan orang yang dalam perjalanan dan janganlah kamu menghambur-hamburkan (hartamu) secara boros."

“27. sesungguhnya pemboros-pemboros itu adalah saudara-saudara syaitan dan syaitan itu adalah sangat ingkar kepada Tuhan-Nya.”

Syariah Compliance

Berdasarkan peraturan I-G mengenai pencatatan *sukuk* yang diterbitkan Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2008, terdapat berbagai syarat yang harus dipenuhi oleh perusahaan sebelum perusahaan yang bersangkutan menerbitkan *sukuk*. Dari syarat yang diatur oleh BEI terdapat beberapa syarat yang erat kaitannya dengan fundamental perusahaan yang bersangkutan. Syarat tersebut antara lain:

1. Perusahaan yang akan menerbitkan *sukuk* harus telah beroperasi minimal 60 bulan berturut-turut.
2. Memiliki rasio perbandingan total hutang terhadap ekuitas (*Debt to Equity Ratio* atau DER) sebanyak-banyaknya sebesar 3:1 (tiga dibanding satu), kecuali untuk sector perbankan memiliki rasio kewajiban penyediaan modal minimum sekurang-kurangnya 4 angka di atas ketentuan minimum yang ditetapkan Bank Indonesia.
3. Menghasilkan laba usaha untuk tiga tahun terakhir.
4. Memiliki aset berwujud yang tidak menjadi jaminan hutang dengan nilai sekurang-kurangnya 125% dari jumlah *sukuk* yang dicatatkan berdasarkan penilaian yang diulakukan oleh lembaga penilai independen.
5. Laporan keuangan telah diperiksa oleh akuntan public yang terdaftar di BAPEPAM LK untuk periode tiga tahun buku berturut-turut.
6. Telah memperoleh peringkat sekurang-kurangnya A (*single A*) atau peringkat dengan symbol yang setara dari lembaga pemeringkat efek yang terdaftar di BAPEPAM LK atau dengan kata lain memperoleh peringkat sebagai *investment grade*.

Syarat-syarat ini merupakan jaminan untuk setiap investor *sukuk*, bahwa *sukuk* yang diterbitkan oleh perusahaan mendatangkan keuntungan yang halal dari aktivitas bisnisnya.

Debt Equity Ratio (DER)

Debt equity ratio adalah rasio untuk mengestimasi struktur modal perusahaan dan resiko financial. *Debt equity ratio* merupakan rasio yang membandingkan total hutang dengan total ekuitas dari pemegang saham. Dengan demikian, *debt equity ratio* juga dapat memberikan gambaran mengenai struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan sehingga dapat dilihat tingkat resiko tak terbayarkan suatu hutang (Suharti, 2005).

Tingkat resiko suatu efek menjadi salah satu pertimbangan investor untuk menginvestasikan dananya. Tingkat resiko sebuah ekuitas yang diterbitkan dapat dikaitkan dengan hutang yang ditanggung perusahaan dibandingkan dengan modal yang dimiliki untuk membayar hutang tersebut sehingga dapat diukur dengan menggunakan rasio DER. Rumus perhitungannya adalah:

$$\text{DER} = \frac{\text{Total hutang yang ditanggung}}{\text{Total modal yang dimiliki perusahaan}}$$

Semakin tinggi nilai DER maka resiko *default* ekuitas tersebut juga semakin meningkat. Investor cenderung menuntut *yield* yang lebih tinggi pada perusahaan yang memiliki DER yang tinggi pula. Hal tersebut bermaksud untuk mengkompensasi kerugian yang mungkin timbul apabila terjadi *default* dikemudian hari. Umat Islam diharamkan untuk mengambil resiko yang berlebihan dalam berinvestasi sesuai firman Allah pada surat Al-An'am ayat 141 yang berbunyi “Dan Dialah yang menjadikan kebun-kebon yang berjunjung

dan yang tidak berjunjung, pohon kurma, tanam-tanaman yang bermacam-macam buahnya, zaitun dan buahnya (yang bermacam-macam itu) bila dia berbuah, dan tunaikanlah haknya dihari memetik hasilnya (dengan disedekahkan kepada fakir miskin) dan janganlah kamu berlebih-lebihan. Sesungguhnya Allah tidak menyukai orang yang berlebih-lebihan.”

Yield

Tujuan utama dalam sebuah investasi adalah memperoleh hasil optimal dari aktivitas investasi tersebut. Hasil dari investasi terhadap *sukuk* maupun obligasi biasa disebut dengan *yield*. *Yieldsukuk* sangat berbeda dengan *yield* obligasi. Perbedaan tersebut meliputi beberapa hal. Perbedaan yang paling terlihat adalah basis pendapatan yang diterima investor dan resiko pendapatannya.

Yield Obligasi

Yield merupakan tingkat pengembalian tahunan atau *return* yang akan diterima oleh investor obligasi, atau hasil yang akan diperoleh investor apabila menanamkan dananya pada obligasi. Besarnya nilai *yield* obligasi dinyatakan dengan persentase. Brigham dan Houston (2006:360) mengemukakan tiga cara dalam menghitung *yield* obligasi, antara lain: (1) *Current yield* adalah *yield* yang dihitung dengan membandingkan antara kupon yang diterima dalam setiap periode dengan harga obligasi yang dibayar. (2) *Yield to call* adalah tingkat pengembalian yang diperoleh dari suatu obligasi apabila obligasi tersebut ditebus atau dilunasi sebelum jatuh temponya. (3) *Yield to maturity* (YTM) adalah tingkat pengembalian yang akan diperoleh investor apabila memiliki obligasi sampai jatuh tempo. YTM dihitung dengan cara dengan memasukkan semua pembayaran kupon bunga sampai dengan tanggal jatuh tempo dengan mengasumsikan adanya reinvestasi dari kupon yang diterima dengan tingkat bunga yang sama dengan YTM tersebut (Kesumawati, 2003).

Yield Sukuk Mudharabah

Investor *sukuk mudharabah* menerima pendapatan yang bervariasi atas investasinya. Hal ini disebabkan karena pola pembayaran pendapatan *sukuk mudharabah* memang didasarkan pada pendapatan yang diterima perusahaan, bukan didasarkan pada pokok hutang perusahaan seperti yang terjadi pada obligasi konvensional. Dalam obligasi konvensional, investor tidak menanggung resiko apapun karena meskipun perusahaan mengalami kerugian investor tetap mendapatkan kompensasi berupa bunga atas pokok hutang obligasi. Sedangkan pada instrument *sukuk*, baik investor maupun perusahaan sama-sama menanggung resiko dan memperoleh hasil dari aktivitas investasinya. Apabila perusahaan mengalami kerugian maka investor juga tidak akan mendapatkan pembayaran pendapatan, ini artinya investor telah menderita kerugian berupa *opportunity cost* karena aktivitas investasinya tidak mendatangkan keuntungan. Islam memang melarang menjadikan sesuatu yang tidak pasti menjadi pasti, sesuai firman Allah surat Al-Luqman ayat 34, yang artinya “ Sesungguhnya Allah, hanya pada sisi-Nya sajalah pengetahuan tentang hari kiamat; dan Dia-lah yang menurunkan hujan, dan mengetahui apa yang ada dalam rahim, dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui (dengan pasti) apa yang akan diusahakannya besok, dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui di bumi mana dia akan mati. Sesungguhnya Allah Maha mengetahui lagi Maha mengenal.”

Sejauh ini belum ada metode atau rumusan yang telah dipatenkan untuk menghitung *yieldsukuk*, namun bila digunakan logika sederhana *yield sukuk* dapat dihitung dengan mengalikan *nisbah* yang menjadi hak investor dengan pendapatan yang diterima emiten dalam satu periode tertentu. Perhitungan *yield sukuk mudharabah* secara sederhana dapat dirumuskan sebagai berikut:

Yield = Nisbah investor x Pendapatan emiten

Hipotesis

Pengaruh Profitabilitas terhadap Yield Sukuk Mudharabah

Profitabilitas mencerminkan kemampuan memperoleh laba dalam hubungannya dengan tingkat pengembalian atas investasi yang dilakukan. GPM (*Gross Profit Margin*) dipakai sebagai ukuran kemampuan perusahaan didalam menghasilkan laba kotor dari total penjualan bersih perusahaan. Semakin tinggi GPM berarti kinerja perusahaan dalam menghasilkan profit semakin baik atau dengan kata lain perusahaan yang bersangkutan semakin *profitable*. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang dikembangkan adalah :
H₁: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap *yield sukuk mudharabah*.

Pengaruh Efisiensi terhadap Yield Sukuk Mudharabah

Efisiensi merupakan suatu ukuran yang dinilai dari segi besarnya sumber biaya yang digunakan untuk mencapai hasil tertentu. Nilai efisiensi dalam perusahaan dapat dilihat dari rasio BOPO yaitu rasio keuangan yang membandingkan beban operasi perusahaan terhadap pendapatan operasionalnya. Suatu perusahaan dapat dikatakan efisiensi apabila menggunakan jumlah unit yang lebih sedikit bila dibandingkan dengan jumlah unit input yang digunakan perusahaan lain untuk menghasilkan output yang sama, atau menggunakan unit input yang sama, dapat menghasilkan jumlah output yang lebih besar (Pensono dan Darmawan, 2000:2). Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang dikembangkan adalah:

H₂: Efisiensi berpengaruh negatif terhadap *yield sukuk mudharabah*.

Pengaruh Syariah Compliance terhadap Yield Sukuk Mudharabah

Syariah compliance merupakan ketentuan yang dikeluarkan oleh Dewan Syariah Nasional yang merumuskan kriteria-kriteria minimal untuk sebuah efek syariah agar dapat dikatakan telah sesuai dengan syariah Islam. Salah satu indikator yang digunakan untuk mengukur *Syariah Compliance* yaitu *debt equity ratio* (DER). DER adalah rasio yang membandingkan total hutang dengan total ekuitas dari pemegang saham. Semakin tinggi rasio DER maka semakin tinggi pula resiko yang harus ditanggung oleh investor. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang dikembangkan adalah :

H₃: *Syariah compliance* berpengaruh negatif terhadap *yield sukuk mudharabah*.

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Objek Penelitian)

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah jenis penelitian kuantitatif. Pemilihan pendekatan ini dilakukan karena penelitian ini menitikberatkan pada pengujian hipotesis, dan akan menghasilkan kesimpulan yang dapat digeneralisasikan.

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (*sukuk*) mudharabah yang listing pada tahun 2008-2012 di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan metode *Purposive Sampling* dengan kriteria yang akan ditetapkan untuk pemilihan sampel sebagai berikut :

1. Emiten yang diambil sebagai sampel adalah emiten yang menerbitkan *sukuk mudharabah* selama periode 2008-2012.
2. Menerbitkan data tentang laporan keuangan periode 2008-2012.

Dari dua kriteria diatas telah diperoleh data sebagai berikut:

Tabel 3
Sukuk Mudharabah Yang Diterbitkan Periode 2008-2012

No	Nama Sukuk	Akad	Penerbit Efek	Tanggal Efektif	Tanggal Jatuh Tempo	Nilai Nominal
1	Sukuk Surbodinas Mudharabah Berkelanjutan I Adhi Tahap I Tahun 2012	Mudharabah	PT. Adhi Karya (Persero) Tbk	27-06-12	03-07-12	125 M
2	Sukuk Surbodinas Mudharabah Berkelanjutan I Tahap I Bank Muamalat Tahun 2012	Mudharabah	PT. Bank Syariah Muamalat Indonesia Tbk	22-06-12	29-06-22	800 M
3	Sukuk Mudharabah II Mayora Indah	Mudharabah	PT. Mayora Indah Tbk	01-05-12	09-05-17	250 M
4	Sukuk Mudharabah Bank Sulselbar I Tahun 2011	Mudharabah	PT. Bank Pembangunan Daerah Sulawesi Selatan	29-04-11	09-05-16	100 M
5	Sukuk Mudharabah I Bank Nagari Tahun 2010	Mudharabah	PT. Bank Pembangunan Daerah Sumatera Barat (Bank Nagari)	31-12-10	12-01-16	100 M
6	Sukuk Surbodinas Mudharabah Bank Muamalat Tahun 2008	Mudharabah	PT. Bank Syariah Muamalat Indonesia Tbk	30-06-08	10-07-13	314 M
7	Sukuk Mudharabah I Mayora Indah Tahun 2008	Mudharabah	PT. Mayora Indah Tbk	28-05-08	09-04-13	570 M

Sumber: Bapepam LK

3. Melakukan pembayaran *yield* triwulanan, setengah tahunan, atau tahunan selama periode 2008-2012.

Dari kriteria tersebut penulis mengambil sampel sebanyak 3 perusahaan dengan jumlah sukuk yang diterbitkan sebanyak 5, yaitu PT. Adhi Karya (Persero) Tbk, PT. Bank Syariah Muamalat Indonesia Tbk dan PT. Mayora Indah Tbk. Metode atau teknik penarikan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *Purposive Random Sampling*, dimana sampel yang dipilih dengan cermat hingga relevan dengan kriteria tertentu.

Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dari website *Indonesian Stock Exchange (IDX)* yaitu berupa laporan keuangan dan laporan obligasi syariah

perusahaan perbankan atau keuangan yang menerbitkan obligasi syariah mudharabah, yang listing pada tahun 2008-2012 di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan website BAPEPAM LK.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *yield sukuk* sebagai variabel terikat (dependen), profitabilitas, efisiensi, dan *syariah compliance* sebagai variabel bebas (independen).

a. Yield Sukuk

Yield sukuk dapat diartikan jumlah hasil yang diterima oleh investor atau investasi *sukuk* yang dilakukan. Presentase bagi hasilnya sudah disepakati dan ditentukan pada awal penerbitan *sukuk*. Untuk bagi hasilnya bervariasi, tergantung pendapatan yang diterima emiten *sukuk* setiap periode. *Yield sukuk* dihitung dengan cara mengalikan proporsi nisbah yang menjadi hak investor dengan pendapatan yang diterima emiten dalam satu periode. *Yield sukuk mudharabah* yang digunakan dalam penelitian ini adalah *yield* akumulasi dari pembayaran *yield sukuk* yang dilakukan emiten setiap 3 bulan dalam suatu periodenya. *Yield sukuk mudharabah* dihitung menggunakan rumus:

Yield = Nisbah investor x pendapatan emiten

b. Profitabilitas

Munawar (2004:99) mendefinisikan rasio *gross profit margin* (GPM) adalah rasio yang diukur dengan membandingkan antara laba kotor yang diperoleh dengan penjualan pendapatan yang didapat pada periode yang sama. Rasio ini mencerminkan laba kotor yang dapat dicapai dari setiap unit penjualan atau pendapatan. Rasio ini dapat diukur dengan rumus:

$$\text{GPM} = \frac{\text{Laba kotor}}{\text{Pendapatan bersih}}$$

c. Efisiensi

Nilai efisiensi dalam perusahaan dapat dilihat dari rasio Biaya Operasional terhadap Pendapatan Operasional (BOPO). Rasio Biaya Operasional terhadap Pendapatan Operasional (BOPO) sering disebut rasio efisiensi digunakan untuk mengukur kemampuan manajemen perusahaan dalam mengendalikan biaya operasional terhadap pendapatan operasional. Semakin kecil rasio ini berarti semakin efisien biaya operasional yang dikeluarkan bank yang bersangkutan (Almilia dan Herdiningtyas, 2005). BOPO dinyatakan dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{BOPO} = \frac{\text{Total beban operasional}}{\text{Total pendapatan operasional}}$$

d. Syariah Compliance

Merupakan tingkat ketaatan sebuah efek atas aturan-aturan yang telah ditetapkan oleh BAPEPAM LK agar efek tersebut dapat dikatakan telah sesuai dengan syariah Islam. Dalam menilai *syariah compliance* terdapat tiga indikator yang digunakan, yaitu *Debt Equity Ratio* (DER), *rating*, dan *fixed assets* perusahaan. *Debt Equity Ratio* (DER) dapat diukur dengan rumus:

$$\text{DER} = \frac{\text{Total hutang yang ditanggung}}{\text{Total modal yang dimiliki perusahaan}}$$

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan untuk memperoleh kesimpulan dan jawaban mengenai hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linear berganda karena variabel independennya lebih dari satu. Model persamaan regresinya sebagai berikut:

$$\text{Yield sukuk} = \beta_0 + \beta_1 \text{GPM}_{t-1} + \beta_2 \text{BOPO}_{t-1} + \beta_3 \text{SC}_{t-1} + e$$

Keterangan:

Yield	: Yield sukuk mudharabah dalam persentase
β_0	: Konstanta
$\beta_1, \beta_2,$ dan β_3	: Koefisien Regresi Model
GPM	: Rasio Gross Profit Margin
BOPO	: Rasio Beban Operasional dibandingkan dengan Pendapatan Operasional
SC	: <i>Syariah Compliance</i>
<i>e</i>	: <i>error</i>

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif memberikan informasi mengenai deskripsi dari variabel yang digunakan dalam penelitian. Informasi tersebut disajikan dari nilai minimum, nilai maksimum, nilai *mean* dan nilai deviasi standar dari masing-masing variabel penelitian. Statistik deskriptif dari variabel penelitian ini disajikan pada tabel 4 sebagai berikut:

Tabel 4
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
<i>Yield</i>	15	,00	,24	,1091	,08675
DER	15	1,03	7,75	3,1575	2,23806
BOPO	15	,03	,90	3,1444	,2813
GPM	15	,08	,38	,2031	,09860
Valid N (listwise)	15				

Berdasarkan tabel 4 dapat dilihat bahwa selama periode penelitian perusahaan dengan nilai GPM tertinggi dengan nilai 0,38 adalah PT. Bank Syariah Muamalat Indonesia Tbk, sedangkan perusahaan dengan nilai GPM terendah dengan nilai 0,08 adalah PT. Adhi Karya, Tbk. Sedangkan untuk rata-rata GPM selama periode penelitian adalah sebesar 0,2031 dengan standar deviasi sebesar 0,09860 dan jumlah keseluruhan observasi adalah 15.

Berdasarkan tabel 4 dapat dilihat bahwa selama periode penelitian perusahaan dengan nilai BOPO tertinggi yaitu dengan nilai 0,9 adalah Bank Muamalat Indonesia, sedangkan perusahaan dengan nilai BOPO terendah yaitu dengan nilai 0,03 adalah PT. Adhi Karya, Tbk. Sedangkan untuk rata-rata BOPO selama periode penelitian adalah sebesar 0,31444 dengan standar deviasi sebesar 0,2813 dan jumlah keseluruhan observasi adalah 15.

Berdasarkan tabel 4 dapat dilihat bahwa selama periode penelitian perusahaan dengan nilai DER tertinggi yaitu dengan nilai 7,75 adalah PT. Adhi Karya, Tbk. Sedangkan perusahaan dengan nilai DER terendah yaitu PT. Mayora Indah, Tbk dengan nilai 1,03,

sedangkan untuk rata-rata DER selama periode penelitian adalah sebesar 3,1575 dengan standart deviasi sebesar 2,23806.

Berdasarkan tabel 4 dapat dilihat bahwa selama periode penelitian perusahaan dengan *yield* tertinggi adalah Bank Muamalat Indonesia dengan nilai 0,24, sedangkan perusahaan dengan nilai *yield* terendah adalah PT. Mayora Indah,Tbk dengan nilai 0,003. Sedangkan untuk rata-rata *yield* selama periode penelitian adalah sebesar 0,1091 dengan standar deviasi sebesar 0,08675 dan jumlah keseluruhan observasi adalah 15.

Uji Asumsi Klasik

- a. **Uji Multikolinearitas.** Nilai *tolerance* semua variabel bebas lebih besar dari 0,10, demikian pula nilai VIF semuanya kurang dari 10. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengindikasikan adanya multikolinieritas.
- b. **Uji Autokorelasi.** Nilai *Durbin-Watson* diperoleh sebesar 0,578. Karena nilai *Durbin-Watson* berada diantara -2 sampai dengan +2, maka dapat disimpulkan bahwa data yang dipergunakan cukup random sehingga tidak terdapat masalah autokorelasi pada data yang diuji.
- c. **Uji Heteroskedastisitas.** Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat pola grafik scatterplot. Hasil dari grafik scatterplot menunjukkan adanya pola-pola tertentu, terlihat titik-titik menyebar secara acak serta tersebar baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi *Heteroskedastisitas* pada model regresi.
- d. **Uji Normalitas.** Analisis grafik baik menggunakan grafik *normal plot* maupun grafik *histogram* dapat disimpulkan bahwa grafik *normal P-P plot* terlihat titik-titik menyebar di sekitar garis diagonal, serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Sedangkan pada grafik *histogram* memberikan pola distribusi yang mendekati normal. Maka, kedua analisis grafik tersebut menunjukkan bahwa model regresi layak dipakai karena memenuhi asumsi *normalitas*. Sedangkan hasil uji *kolmogorov-smirnov* menunjukkan bahwa nilai *kolomorov-smirnov* sebesar 0,826 dengan tingkat probabilitas signifikansi (Asymp. Sig. (2-tailed)) sebesar 0,502. Karena Asymp. Sig. (2-tailed) jauh lebih besar dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa data residual terdistribusi secara normal.

Uji Hipotesis

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis digunakan untuk menguji persamaan regresi dari semua variabel.

Tabel 5
Hasil Regresi Liner Berganda

Model	Unstandardized Coefficients	
	B	Std. Error
(Constant)	,177	,057
SC	-,007	,009
BOPO	,217	,075
GPM	-,523	,242

Berdasarkan Tabel 5 hasil output regresi linear berganda diatas diketahui bahwa persamaan regresi linear dari model penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Yield sukuk} = 0,177 - 0,523 \text{ GPM} + 0,217 \text{ BOPO} - 0,007 \text{ SC}$$

Uji ini dilakukan untuk menguji pengaruh secara parsial dari setiap variabel bebas profitabilitas (X1), efisiensi (X2), dan *Syariah compliance* (X3) terhadap variabel *yield sukuk mudharabah* (Y). Derajat signifikansi yang digunakan adalah 0,05. Apabila nilai signifikansi lebih kecil dari derajat kepercayaan maka kita menerima hipotesis alternatif, yang menyatakan bahwa suatu variabel independen secara parsial mempengaruhi variabel dependen.

Tabel 6
Uji Signifikansi t
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
1	(Constant)	,177	,057		3,099	
	SC	-,007	,009	-,189	-,810	,931
	BOPO	,217	,075	,785	2,871	,015
	GPM	-,523	,242	-,594	-,2161	,054

Hasil pengujian pada tabel 6 di atas dapat dijelaskan bahwa dengan analisa statistik t diperoleh sebagai berikut:

1. Profitabilitas

Hipotesis H₁ yang diajukan dalam penelitian ini adalah tidak terbukti atau ditolak, bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *yield sukuk mudharabah* dengan nilai signifikansi sebesar 0,054 lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditentukan yaitu α (0,05). Hal ini tidak sesuai dengan teori yang mendasari penelitian, Tandelilin (2001:48) menyatakan bahwa *return* merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor untuk melakukan investasi dan merupakan imbalan atas keberanian investor untuk menanggung resiko atas investasi yang dilakukannya. *Sukuk* merupakan instrument investasi baru yang diterbitkan di Indonesia, sehingga banyak investor yang masih awam dan belum mengerti benar tentang instrument investasi ini. Pola pikir investor masih cenderung konvensional, hanya memikirkan tentang *profit sharing*-nya saja, padahal selain *profit* terdapat pula potensi yang harus di *sharing*. Atas dasar inilah yang mendorong penerbitan *sukuk mudharabah* di Indonesia masih menggunakan bentuk *nisbah* yang paling sederhana.

Sukuk mudharabah di Indonesia masih menggunakan *revenue sharing* untuk pola pembagian nisbahnya. *Revenue sharing* digunakan dalam kondisi dimana antara investor dan emiten belum sepenuhnya saling percaya. Selain itu penggunaan *revenue sharing* juga untuk mengakomodasi kepentingan investor yang belum siap berbagi resiko dan selalu menginginkan pendapatan periodik dari investasinya. Dengan menggunakan *revenue sharing* maka yang menjadi dasar dari penentuan bagi hasilnya adalah pendapatan operasional emiten *sukuk*. Dimana peningkatan pendapatan operasionalnya belum tentu diikuti oleh peningkatan laba emiten. Karena yang dihitung hanya pendapatannya saja dan mengesampingkan berbagai macam biaya yang harus ditanggung oleh emiten. Hal inilah yang menjadi alasan kenapa peningkatan GPM tidak diimbangi oleh peningkatan *yield sukuk*.

2. Efisiensi

Hipotesis H₂ yang diajukan dalam penelitian ini adalah terbukti atau diterima, bahwa efisiensi berpengaruh terhadap *yield sukuk mudharabah* dengan nilai signifikansi 0,015 kurang dari tingkat signifikansi yang ditentukan yaitu α (0,05).

Pensono dan Darmawan (2000:2) menyatakan bahwa suatu perusahaan dapat dikatakan efisiensi apabila menggunakan jumlah unit yang lebih sedikit bila dibandingkan dengan jumlah unit input yang digunakan perusahaan lain untuk menghasilkan output yang sama, atau menggunakan unit input yang sama, dapat menghasilkan jumlah output yang lebih besar.

Efisiensi merupakan suatu ukuran yang dinilai dari segi besarnya sumber biaya yang digunakan untuk mencapai hasil tertentu. Dengan meningkatnya nilai BOPO dapat diartikan bahwa untuk mendapatkan laba operasional yang sama emiten penerbit *sukuk* harus mengeluarkan biaya yang lebih besar daripada periode sebelumnya atau dengan biaya yang sama emiten mendapatkan pendapatan yang lebih sedikit. Rasio ini dapat terkait langsung dengan pembayaran pendapatan *sukuk mudharabah* karena didalamnya terdapat unsur pendapatan operasional. Fluktuasi efisiensi tergantung dari dua hal yaitu pendapatan operasional dan beban operasional. Bila ada kenaikan pendapatan operasional berarti investor *sukuk* akan menerima pembayaran *yield* yang lebih tinggi atau meningkat karena dasar perhitungan *yield sukuk mudharabah* model *revenue sharing* menggunakan perkalian antara nisbah yang menjadi hak investor dengan total *revenue* emiten. Dari seluruh sampel penelitian yang diteliti terdapat kecenderungan bahwa peningkatan beban operasional selalu diimbangi dengan peningkatan pendapatan operasional. Hal inilah yang menjadi alasan kenapa BOPO berpengaruh positif signifikan terhadap *yield sukuk mudharabah* di Indonesia.

3. Syariah Compliance

Hipotesis H₃ yang diajukan dalam penelitian ini adalah tidak terbukti atau ditolak, bahwa *syariah compliance* tidak berpengaruh signifikan terhadap *yield sukuk mudharabah* dengan nilai signifikansi sebesar 0,435 lebih besar dari nilai signifikansi yang ditentukan α (0,05). *Syariah compliance* merupakan ketentuan yang dikeluarkan oleh Dewan Syariah Nasional yang merumuskan kriteria-kriteria minimal untuk sebuah efek syariah agar dapat dikatakan telah sesuai dengan syariah Islam.

Sukuk mudharabah merupakan *instrument* investasi yang mensyaratkan penerbitannya untuk melakukan aktivitas investasi yang tidak hanya menguntungkan tapi juga harus sesuai dengan syariah Islam. Menurut hukum islam memperoleh keuntungan yang besar tidak ada artinya bila cara mendapatkan keuntungan tersebut tidak sesuai dengan *syariah islam*. Tidak hanya sekedar menguntungkan tapi juga harus halal cara perolehannya, setiap usaha yang terbaik yang akan membuahkan hasil yang baik juga. Sesuai firman Allah dalam surat Al-Baqarah ayat 168, yang artinya "Hai sekalian manusia, makanlah yang halal lagi baik dari apa yang terdapat di bumi, dan janganlah kamu mengikuti langkah-langkah syaitan, karena sesungguhnya syaitan itu adalah yang nyata bagimu."

Sukuk mudharabah mensyaratkan penerbitnya untuk memelihara rasio DER seperti yang tercantum dalam ketentuan yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia yaitu rasio DER maksimal yang disyaratkan oleh emiten penerbit *sukuk* adalah sebesar 3:1. Rasio ini digunakan untuk menilai resiko *default* pada *sukuk*, resiko yang berlebihan dilarang oleh Islam.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh profitabilitas, efisiensi, dan *syariah compliance* terhadap *yield sukuk mudharabah* di Indonesia secara parsial. Berdasarkan hasil penelitian, hasil analisis dan pembahasan yang telah dikemukakan maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

- a. Variabel profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *yield sukuk mudharabah*. Penurunan GPM tidak diikuti oleh penurunan *yield sukuk*.
- b. Variabel efisiensi mempunyai pengaruh positif terhadap *yield sukuk mudharabah*. Fluktuasi efisiensi tergantung dari dua hal yaitu pendapatan operasional dan beban operasional. Bila ada kenaikan pendapatan operasional berarti investor *sukuk* akan menerima pembayaran *yield* yang lebih tinggi atau meningkat karena dasar perhitungan *yield sukuk mudharabah* model *revenue sharing* menggunakan perkalian antara nisbah yang menjadi hak investor dengan total *revenue* emiten. Dari seluruh sampel penelitian yang diteliti terdapat kecenderungan bahwa peningkatan beban operasional selalu diimbangi dengan peningkatan pendapatan operasional.
- c. Variabel *syariah compliance* tidak menunjukkan pengaruh terhadap *yield sukuk mudharabah*. *Syariah compliance* merupakan ketentuan yang dikeluarkan oleh Dewan Syariah Nasional yang merumuskan kriteria-kriteria minimal untuk sebuah efek syariah agar dapat dikatakan telah sesuai dengan syariah Islam.

Saran

1. Bagi Perusahaan

Sukuk mudharabah bisa dijadikan alternatif untuk digunakan sebagai sumber pembiayaan jangka panjang karena sifatnya yang sangat fleksibel dan menguntungkan sebab tidak dibebani dengan beban bunga, karena pembayaran pendapatan baru bisa dilakukan setelah emiten mendapatkan pendapatan pula. Penggunaan pola *revenue sharing* yang berarti proses bagi pendapatan yang dilakukan sebelum memperhitungkan biaya-biaya operasional yang ditanggung oleh bank, biasanya pendapatan yang didistribusikan hanyalah pendapatan atas investasi dana, dana tidak termasuk fee atau komisi atau jasa-jasa yang diberikan oleh bank karena pendapatan tersebut pertama harus dialokasikan untuk mendukung biaya operasional bank. Maksudnya pembagian dana terhadap nasabah atas pendapatan-pendapatan yang diperoleh oleh bank tanpa menunggu pengurangan-pengurangan atas pembiayaan-pembiayaan yang dikeluarkan oleh bank dalam pengelolaan dana yang diamanatkan oleh nasabah, dalam kondisi seperti sekarang ini merupakan *win-win solution* bagi emiten maupun investor *sukuk*.

2. Bagi Pengambil Keputusan

Potensi dan respon dunia Islam maupun global sangat luar biasa terhadap instrument investasi ini. Melihat potensi dan respon yang begitu besar, sebaiknya pemerintah menambah porsi penerbitan *sukuk* sebagai sumber pembiayaan baru sebagai alternatif untuk menambah variasi sumber pembiayaan negara yang sudah ada. Tidak hanya sebatas digunakan dalam dana haji saja tapi bisa juga digunakan dalam pembiayaan infrastruktur seperti yang dilakukan oleh Malaysia.

3. Bagi Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini menggunakan variabel yang sangat terbatas, dan menggunakan data tahunan. Akan lebih baik bila menambah jumlah variabel dan menggunakan data triwulanan mengikuti data pembayaran *yield sukuk* agar hasil yang didapatkan menjadi lebih akurat.

DAFTAR PUSTAKA

- Antonio, M.S. 1999. *Wacana Ulama dan Cendekiawan*. Penerbit Tazkia Institute. Jakarta.
- _____. 2001. *Bank Syariah dari Teori ke Praktik*. Penerbit Gema Insani Press. Jakarta.
- Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan. 2006. *Peraturan No. IX.A.13. tentang Penerbitan efek Syariah*. Jakarta.
- Brigham, E. F. 1996. *Fundamental of Financial Management*. Seventh Edition The Dryden Press.
- Brigham, E. F. dan J. F. Houstoun. 2006. *Dasar Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi ke 10. Salemba Empat. Jakarta.
- Departemen Agama Republik Indonesia. 2000. *Al-Qur'an dan Terjemahannya*. Penerbit CV Karya Utama. Surabaya.
- Dewan Syariah Nasional. 2002. *Fatwa No. 40/DSN/MUI/IX tentang Obligasi Syariah*. Jakarta
- Faerber, E. 2000. *Fundamental of the Bond Market*. McGraw-Hill.
- Ghozali, I. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariance dengan Program SPSS*. Cetakan IV. Badan Peneliti Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hansen. dan M. Morwen. 2007. *Managerial Accounting*. Eight Edition. Thomson South Western.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2006. *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan no 102 tentang Akuntansi Murabahah*. Jakarta.
- Jusmaliani. 2003. *Bisnis Berbasis Syariah*. Bumi Aksara. Jakarta.
- Karim, A. 2004. *Bank Islam: Analisis Fiqih dan Keuangan*. Raja Grafindo Persada. Jakarta.
- Kesumawati, L. 2003. *Pengaruh Peringkat Utang dan Berbagai Faktor yang Turut Mempengaruhi Harga Obligasi Sebagai Variabel Kontrol terhadap yield Premiun Obligasi*. Tesis tidak diterbitkan. Salatiga Magister Management Universitas Kristen Satya Wacana.
- Luciana, S.A. dan H. Winny. 2005. Analisis Rasio CAMEL terhadap Prediksi Kondisi Bermasalah pada Lembaga Perbankan Periode 2000 - 2002. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 7 (1).
- Manan, A. 2007. *Obligasi Syariah*. <http://badilag.net>. Diakses 17 Oktober 2013.
- Mursalin, A. 2010. *Analisis Perkembangan Investasi Syariah pada Pasar Modal Indonesia*. http://kontekstualita.com/volume_24_nomor_1. Diakses 20 Oktober 2013.
- Munawir, S. 2004. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi Keempat. Liberty. Yogyakarta.
- Nafik, M. *Bursa Efek dan Investasi Syariah*. Cetakan kedua. Center for Islamic Economics. Surabaya.
- Nuraini, Y. R. 2010. *Analisis Pengaruh Return on Investment, Fixed Assets Ratio, Firm Size, Rate of Growth terhadap Debt Equity Ratio pada perusahaan Manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia Periode 2003-2010*. Tesis tidak diterbitkan. Pascasarjana UNDIP Semarang.
- Nurfauziah. dan A. F. Setyarini. 2004. Analisis Faktor-Faktor yang mempengaruhi Yield Obligasi Perusahaan (Studi Kasus pada Industri Perbankan dan Industri Finansial). *Jurnal Siasat Bisnis* 2 (9).
- Penman, S.H. 1991. *Financial Statement Information and the Pricing of Earnings Changes*. Accounting Review.

- Permono, I.S. dan Darmawan. 2000. Analisis Efisiensi Industri Perbankan di Indonesia (Studi Kasus Bank-Bank Devisa di Indonesia periode 1991-1996). *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* 15 (1): 1-3.
- Sayyid, S. 1998. *Fiqih Sunnah*. Edisi Tiga Belas. PT.AI-Ma'arif. Bandung.
- Sudarsono, H. 2007. *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah: Deskripsi dan Ilustrasi*. Ekonosia.Yogyakarta.
- Tandelilin, E. 2001.*Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*.Edisi Pertama. BPFE UGM. Yogyakarta.
- Tuasikal, A. 2002.Manfaat Informasi Akuntansi dalam Memprediksi Return Saham (Studi terhadap Perusahaan Pemanufakturan dan Nonpemanufakturan).*Jurnal Riset Akuntansi* 5 (3).
- Republik Indonesia.*Undang-undang Nomor 9 Tahun 1995 tentang Pasar Modal*. Jakarta.
- Samsul, M. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*.Edisi Keempat.Erlangga. Jakarta.
- Suharti, M. 2005. Studi Empiris Terhadap Dua Faktor Yang Mempengaruhi Return Saham Pada Industri Food & Beverages di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 7 (2) : 99-116.
- Wibowo, M. G. 2003. *Mengukur Efisiensi Perbankan Syariah di Indonesia : Aplikasi DEA*. IAIN Sunan Kalijaga.Yudistira.Yogyakarta.

