

**PENILAIAN FAKTOR-FAKTOR MAKRO EKONOMI, COUPON,
YIELD TO MATURITY, TIME TO MATURITY DAN RATING TERHADAP FAIR
PRICE SUKUK KORPORASI PASAR MODAL SYARIAH
DI INDONESIA PERIODE TAHUN 2014-2018**

**ASSESSMENT OF MACROECONOMIC FACTORS, COUPON, YIELD TO
MATURITY, TIME TO MATURITY AND RATING TOWARDS FAIR PRICE
CORPORATE SUKUK IN SYARIAH CAPITAL MARKET INDONESIA PERIOD
OF 2014 UNTIL 2018**

Teni Rubiyanti

teni.rubiyanti@gmail.com

Fakultas Ekonomi dan Bisnis UIN Syarif Hidayatullah Jakarta

Abstract

Capital Market with sharia principles in Indonesia has several regulations that regulate the use of Fair Prices in corporate sukuk instruments. Fair price is used as a reference in transactions as well as provisions in the presentation of Financial Statements for Financial Institutions and Investment Managers related to Mutual Fund products. The research aims to examine the effect of macroeconomic factors (Inflation, SBIS Yield Rate, Profit Sharing Rate of Mudharabah Deposits, Rupiah Exchange Rate to Dollar), Coupon Rate, Yield to Maturity, Time to Maturity, and Ratings partially and simultaneously to Fair Price Corporate Sukuk for the period 2014-2018. The source of research data is taken from several institutions which are statistical and historical data of transactions, which consist of BI, OJK, IDX, IBPA, KSEI and PEFINDO.

This research is a quantitative approach, where sampling is done by purposive sampling consisting of 7 corporate sukuk series. The analysis technique uses the Panel Data Regression Test with a random effect model and hypothesis testing using t-statistics, testing the coefficient of determination, and F-statistics to test the effect of variables together with a significance level of 5%.

The results showed that the Rupiah to Dollar Exchange Rate, Coupon Rate, and Time to Maturity had a positive and significant effect, Yield to Maturity had a negative and significant effect while Inflation, SBIS Yield Rate, and Profit

Sharing Rate of Mudharabah Deposits did not significantly influence the Fair Price of Corporate Sukuk, but simultaneously all of these variables significantly influence the Fair Price of Corporate Sukuk. For testing the coefficient of determination obtained by 86.49% shows the ability of the independent variable in explaining the Corporate Fair Price Fair, the remaining 13.51% is explained by other variables not included in this study.

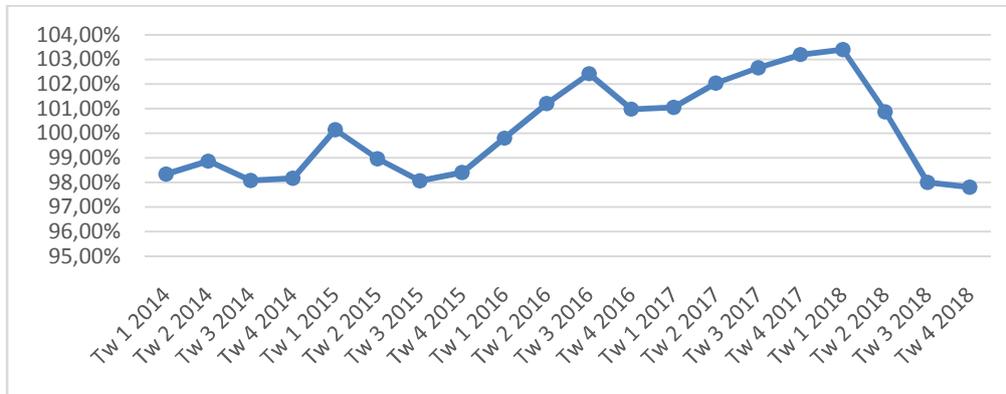
Keywords : Corporate Sukuk, Fair Price, Macroeconomic, Coupon Rate, Yield, Time to Maturity, Rating.

A. Pendahuluan

Pasar modal syariah merupakan bagian dari Industri Pasar Modal Indonesia. Secara umum kegiatan Pasar Modal Syariah tidak memiliki perbedaan dengan pasar modal konvensional, namun merupakan pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah/ sarana atau tempat bertemunya penjual dan pembeli instrumen keuangan syariah, dalam transaksinya berpedoman pada ajaran islam, serta menjauhi hal-hal yang dilarang (Rodoni, 2009 : 62).Salah satu produk Pasar Modal Syariah adalah *Sukuk* / Obligasi Syariah yang terdiri dari dari *sukuk* negara dan *sukuk* korporasi. *Sukuk* korporasidari tahun ke tahun mengalami peningkatan yaitu sampai dengan tahun 2018 mencapai 177 *sukuk* yang diterbitkan oleh emiten.

Instrument *sukuk* diperjualbelikan melalui mekanisme *Over The Counter* sehingga tidak ada harga penutupan yang secara resmi dikeluarkan oleh Bursa sehingga diterbitkan beberapa regulasi untuk melakukan valuasi berdasarkan harga pasar wajar guna mendorong terciptanya kondisi pasar yang objektif, adil, dan transparan melalui peranan PT Penilai Harga Efek Indonesia / IBPA (Indonesia *Bond Pricing Agency*) sesuai dengan Peraturan Nomor V.C.3 tentang Lembaga Penilaian Harga Efek, Lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-329/BL/2007 tanggal 19 September 2007. IBPA melakukan perhitungan dan penetapan harga pasar wajar dikenal dengan *Fair Price* yang dijadikan sebagai acuan untuk penyajian Laporan Keuangan bagi Lembaga Keuangan sebagaimana tercantum dalam masing-masing regulasi.

Grafik 1 Rata-rata Harga Pasar Wajar Sukuk Korporasi per Triwulan dari Tahun 2014-2018



Sumber : Data diolah dari www.ibpa.co.id

Dapat dilihat pada pada grafik 1 yang menunjukkan kenaikan dan penurunan harga pasar wajar dari *Sukuk* Korporasi. Kondisi ini dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor dimana menurut Rahardjo (2004: 16) umumnya pembentukan harga sebuah obligasi ditentukan oleh berbagai faktor yaitu Tingkat Kupon, Rating Emiten, Nilai Obligasi, Periode Jatuh Tempo, Likuiditas Obligasi, Tipe Obligasi dan faktor eksternal penerbit seperti inflasi, suku bunga, IHSG dan kurs. Faktor-faktor tersebut bisa menjadi faktor determinan yang berpengaruh terhadap sebuah harga *sukuk*. Untuk mendukung regulasi pemerintah dalam hal ketentuan penggunaan harga pasar wajar/*fair price*, penelitian ini akan membahas faktor yang mempengaruhi *fair price* dari *sukuk* korporasi yang berasal dari faktor internal berupa karakteristik dari *sukuk* korporasi serta faktor eksternal yang diinterpretasikan dalam bentuk variabel makro ekonomi. Maka penulis memandang penting untuk melakukan penelitian yang berjudul “Penilaian Faktor-faktor Makro Ekonomi, *Coupon*, *Yield to Maturity*, *Time To Maturity* Dan *Rating* Terhadap *Fair Price* *Sukuk* Korporasi Pasar Modal Syariah di Indonesia Periode Tahun 2014-2018”.

B. Landasan Teori

1. Filosofi Ekonomi Islam dan Investasi Dalam Islam

Islam dalam Ekonomi Islam merupakan konsep besar sebagai suatu sistem yang menyeluruh dan *kaffah*. *Kaffah Thinking* adalah berfikir holistik dengan metode Islam berupa akar kata dari Islam yaitu *sinlamim* (Aziz, 2012:142). Yakni terdiri dari tiga bagian utama, yaitu Tuhan, Alam dan Ibadah atau sub sistem yang utuh (Aziz, 2016:107) haruslah terdiri dari tiga (3) hal yaitu :Tuhan, manusia dan Ibadah dimana menghasilkan Teori H yang merupakan penjabaran dari kata dasar Islam itu sendiri (Aziz, 2016:107) yaitu teori mengenai betapa pentingnya suatu aktivitas perekonomian dengan memasukan unsur ibadah didalamnya.

Investasi dalam Islam adalah bagian dari muamalah maliyah, sehingga kegiatannya mengandung pahala dan bernilai ibadah bila diniatkan dan dilaksanakan sesuai dengan prinsip syariah sebagaimana firman Allah SWT dalam QS Al-Hasyr ayat 18 yang artinya : “*Wahai orang-orang yang beriman, bertaqwalah kepada Allah dan hendaklah setiap orang memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat), dan bertaqwalah kepada Allah. Sesungguhnya Allah Maha Mengetahui apa yang kamu kerjakan*”. Selain itu dalam *al-qawaid al fihiyyah* yang berbunyi : *Al-Ghurmu bi al-ghunmi. “Kesediaan menanggung kerugian di imbangi dengan hak mendapatkan keuntungan*”. Ini sebagai prinsip umum Ekonomi Syariah yang adil. Dimanatujuan yang baik, tidak kemudian menghalalkan segala cara dalam rangka mencapainya (*al ghoyatu la tubarriru al washilah*), tapi juga memastikan aman secara syariah (*halalan thayiban*) dan penuh masalah.

2. Sukuk (Obligasi Syariah)

Menurut fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) MUI Nomor 32/DSNMUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah yang dimaksud dengan *Sukuk* (Obligasi Syariah) adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang *Sukuk* serta wajib membayarkan pendapatan berupa bagi hasil/*margin/fee*, serta membayar kembali dana *Sukuk* (Obligasi Syariah) pada saat jatuh tempo.

Mengacu pada standar syariah *The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)* terdapat beberapa jenis akad yang dapat digunakan dalam penerbitan *sukuk*, diantaranya adalah *Sukuk Ijarah* yang berdasarkan data statistik OJK *sukuk ijarah* menempati prosentase tertinggi pada instrument *sukuk korporasi* yaitu sebesar 69.23 % yaitu posisi per Desember 2018 terdapat 72 seri *sukuk* yang masih aktif; *Sukuk Murabahah*; *Sukuk Salam*; *Sukuk Istishna*; dan *Sukuk Musyarakah* dimana saat ini tidak ada jenis dari *sukuk-sukuk* ini yang diperjualbelikan di Pasar Modal Syariah Indonesia; sedangkan *Sukuk Mudharabah* saat ini berdasarkan data statistik OJK prosentasenya sebesar 27.88 % yaitu posisi per Desember 2018 terdapat 29 seri *sukuk* yang masih aktif; dan *Sukuk Wakalah* dengan prosentase di Pasar Modal Syariah Indonesia sebesar 2.88 % yaitu posisi per Desember 2018 terdapat 3 seri *sukuk* yang masih aktif.

3. Lembaga Penilaian Harga Efek (LPHE)

LPHE yaitu Lembaga Penilaian Harga Efek ; Pihak yang telah memperoleh izin usaha dari Bapepam dan LK untuk melakukan penilaian harga Efek dalam rangka menetapkan harga pasar wajar, sebagaimana dimaksud dalam Peraturan Nomor V.C.3 tentang Lembaga Penilaian Harga Efek yang saat ini diperankan oleh PT Penilai Harga Efek Indonesia (PHEI) atau dikenal dengan Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA) dengan fungsi melakukan penilaian dan penetapan atas harga pasar wajar obligasi dan *sukuk* di Indonesia secara harian. Data harga pasar wajar yang diterbitkan oleh IBPA digunakan oleh industri keuangan sebagai acuan transaksi, penilaian aset, acuan lelang, acuan dalam kegiatan audit, serta acuan dalam penilaian kinerja portofolio. IBPA memiliki keyakinan bahwa ketersediaan harga pasar wajar merupakan pilar penting dalam pembangunan berkelanjutan pasar efek bersifat utang dan *Sukuk* di Indonesia. Dengan melakukan perhitungan harga pasar wajar, IBPA membuka jalan untuk mendukung revitalisasi pasar dan meningkatkan likuiditas di pasar modal sekunder.

4. Harga Pasar Wajar Sukuk

Menurut Peraturan Bapepam-LK No. IV.C.2 tahun 2012 Harga Pasar Wajar/ Nilai Pasar Wajar (*fair market value*) dari efek adalah nilai yang dapat diperoleh dari transaksi Efek yang dilakukan antar para pihak yang bebas bukan karena paksaan atau likuidasi. Harga Pasar Wajar acuan yang dikenal dinamakan dengan istilah *Fair Price* saat ini diterbitkan oleh PT Penilai Harga Efek Indonesia (PHEI) atau dikenal dengan Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA).

5. Faktor-faktor yang mempengaruhi *Fair Price Sukuk* Korporasi

1. Inflasi. Inflasi merupakan kenaikan yang menyeluruh dari jumlah uang yang harus dibayarkan (nilai unit penghitungan moneter) terhadap barang-barang/komoditas dan jasa (Karim, 2010:135). Menurut Rahman (2016:27) tingkat inflasi berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel seri SR-005 sedangkan penelitian Sukanto (2015:145) menunjukkan inflasi berpengaruh terhadap harga obligasi pemerintah secara simultan maupun parsial.
2. Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS). SBIS dalam Surat Edaran Bank Indonesia No. 10/11/PBI tahun 2008 adalah instrumen BI yang sesuai dengan syariat Islam yang digunakan dalam operasi pasar terbuka syariah. SBIS yang telah diterbitkan oleh Bank Indonesia menggunakan akad *ju'alah*. Menurut Yosi Azizah (2015:1) suku bunga SBI memiliki pengaruh yang signifikan dan negatif terhadap harga obligasi. Sementara Imbal Hasil SBIS, perhitungannya mengacu pada tingkat diskonto hasil lelang SBI berjangka waktu sama yang diterbitkan bersamaan dengan penerbitan SBIS,
3. Deposito *Mudharabah*. Deposito dengan akad *Mudharabah* yaitu akad bagi hasil dimana pemilik dana (shahibul maal) menyediakan modal kepada pengelola dana (mudharib) untuk melakukan aktivitas produktif dengan syarat keuntungan yang dihasilkan akan dibagi antara mereka menurut kesepakatan yang ditentukan sebelumnya dalam akad (Ascarya, 2006:60). Ayuningtyas (2017:20) dalam penelitiannya

terdapat 3 jenis *sukuk* (Indosat, PLN dan Bank Muamalat) untuk Indosat dan Bank Muamalat baik jangka pendek maupun panjang bagi hasil deposito mempengaruhi harga *sukuk*, sedangkan untuk harga *sukuk* PLN baik jangka pendek maupun panjang tidak dipengaruhi oleh bagi hasil deposito.

4. Nilai Tukar (*Kurs*). Nilai tukar valuta asing / *kurs* adalah harga satuan mata uang dalam mata uang lain (Samuelson, 2004:305). Penelitian Irawan (2017:270) secara parsial diperoleh koefisien regresi kurs dollar menunjukkan tanda negatif, hal ini mengindikasikan peningkatan pada kurs dollar akan mendorong penurunan pada harga obligasi.
5. Kupon/Bagi Hasil *Sukuk*. Dalam *Sukuk* pendapatan harus berdasarkan konsep syariah yaitu hanya memberikan pendapatan dalam bentuk bagi hasil/*revenue sharing* atau dalam bentuk *fee sewa / ujarah* serta pembayaran utang pokok pada saat jatuh tempo (Rahardjo,2004:144). Penelitian Sumarna (2016:7724) dan Azizah (2015:1) menunjukkan kupon memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap harga obligasi.
6. *Yield to maturity*. *Yield sukuk* merupakan ukuran pengembalian yang akan diterima investor *sukuk* yang cenderung bersifat tidak tetap, tergantung pada perjanjian atas *fee* dan bagi hasil yang telah ditetapkan pada akad saat pertama kali. *Yield sukuk* yang akan diterima tidak boleh mengandung unsur *riba, gharar, maksiat* dan hal-hal yang tidak sesuai dengan ketentuan syariah (Manan, 2009:92). Fitriana (2013:733) dari nilai koefisien yang bernilai negatif menandakan bahwa *yield* obligasi berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi dengan arah yang berlawanan,
7. *Time to Maturity*. Setiap *Sukuk* mempunyai masa jatuh tempo atau dikenal dengan istilah *maturity date* yaitu tanggal dimana nilai pokok *Sukuk* tersebut harus dilunasi oleh penerbit *Sukuk* (Rahardjo, 2004:20). *Time to maturity* merupakan sisa periode *sukuk* saat ini sampai dengan *maturity date*. Penelitian Sumarna (2016:7724) menyebutkan bahwa jangka waktu jatuh tempo berpengaruh negatif dan signifikan terhadap perubahan harga obligasi korporasi.

8. *Rating Sukuk*. Peringkat yang mencerminkan kemampuan penerbit *Sukuk* dan kesediaan untuk membayar bunga dan pembayaran pokok sesuai jadwal. Menurut Yanti (2017:13) *rating* pada tahun 2013 berpengaruh negatif sedangkan tahun 2015 berpengaruh positif dan kedua-duanya tidak signifikan terhadap harga obligasi.

C. Metode Penelitian

Penelitian menggunakan *nonprobability sampling* yaitu teknik pengambilan sampel yang tidak memberi peluang/kesempatan sama bagi setiap unsur atau anggota populasi untuk dipilih menjadi sampel (Sugiyono, 2008:66). Teknik sampel yang digunakan yaitu *purposive sampling* dimana penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2008:68). Melalui populasi perusahaan penerbit dilakukan pengambilan sampel yang terdiri dari *sukuk* korporasi yang masih aktif di Pasar Modal Syariah Indonesia.

Berdasarkan data statistik OJK per Desember 2019 yaitu diantaranya berupa *sukukijarah* terdiri dari 72 seri, *sukuk mudharabah* terdiri dari 29 seri dan *sukuk wakalah* terdiri dari 3 seri. Hasil dari penentuan sampel data yang sesuai dengan karakteristik sampel data yaitu terdapat 7 seri *sukuk* korporasi yang terdaftar di KSEI selama periode tahun 2014-2018 dan tersedia data historisnya pada IBPA. Data sekunder diperoleh dari Bank Indonesia (BI), Otoritas Jasa Keuangan (OJK) PT Bursa Efek Indonesia (BEI), PT Kustodian Sentral Indonesia (KSEI), PT Penilai Harga Efek Indonesia/ IBPA, dan [PT Pemeringkat Efek Indonesia \(PEFINDO\)](#).

1. Analisis Model Regresi Panel

Data panel atau *pooled data* merupakan kombinasi dari data *times series* dan *cross section*, sehingga terdiri dari beberapa objek dan beberapa periode. Menurut Widarjono (2010:9) regresi adalah studi bagaimana satu variabel yaitu variabel dependen dipengaruhi oleh satu atau lebih variabel lain yaitu variabel independen dengan tujuan untuk mengestimasi atau

memprediksi nilai rata - rata variabel dependen. Adapun model persamaan regresi data panel yang digunakan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{FAIRPRC}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{INF}_{it} + \beta_2\text{SBIS}_{it} + \beta_3\text{DEP}_{it} + \beta_4\text{KUR}_{it} + \beta_5\text{COUPON}_{it} + \beta_6\text{YTM}_{it} + \beta_7\text{TTM}_{it} + \beta_8\text{RATING}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dimana:

- β_0 = *Intercept*/konstanta
- FAIRPRC_{it} = *Fair Price Sukuk* Korporasi i pada periode t
- $\beta_1\text{INF}_{it}$ = Tingkat inflasi pada periode t
- $\beta_2\text{SBIS}_{it}$ = Tingkat imbal hasil SBIS pada periode t
- $\beta_3\text{DEP}_{it}$ = Tingkat bagi hasil deposito mudharabah pada periode t
- $\beta_4\text{KUR}_{it}$ = Kurs rupiah terhadap dollar pada periode t
- $\beta_5\text{COUPON}_{it}$ = *Coupon Rate Sukuk* Korporasi i pada periode t
- $\beta_6\text{YTM}_{it}$ = *Yield to maturity Sukuk* Korporasi i pada periode t
- $\beta_7\text{TTM}_{it}$ = *Time to maturity Sukuk* Korporasi i pada periode t
- $\beta_8\text{RATING}_{it}$ = *Rating Sukuk* Korporasi i pada periode t
- ε_{it} = Komponen error pada unit observasi ke-i dan waktu ke- t

2. Definisi Operasional Variabel

Variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Fair Price/Harga Pasar Wajar* dari *Sukuk* Korporasi, sedangkan variabel bebas terdiri dari Inflasi, Imbal Hasil SBIS, Bagi Hasil Deposito Mudharabah, Kurs Rupiah terhadap Dollar, *Coupon rate*, *Yield to maturity*, *Time to maturity* dan *Rating*.

Tabel 1 Definisi Operasional

No	Indikator Variabel	Skala	Pengukuran
1.	<i>Fair Price</i> IBPA <i>Sukuk</i> Korporasi	Rasio	Rata-rata <i>fair price</i> per triwulan dalam persentase
2.	Tingkat Inflasi	Rasio	Rata-rata tingkat inflasi per triwulan dalam persentase
3.	Imbal Hasil SBIS	Rasio	Rata-rata tingkat imbal hasil per triwulan dalam persentase
4.	Bagi Hasil Deposito Mudharabah	Rasio	Rata-rata tingkat bagi hasil per triwulan dalam persentase

5.	Kurs Dollar	Rasio	Rata-rata nilai tukar per triwulan dalam satuan Rp/\$
6.	<i>Coupon Rate</i>	Rasio	Tingkat Kupon per periode <i>sukuk</i> dalam persentase
7.	<i>Yield to Maturity</i>	Rasio	Rata-rata <i>yield</i> per triwulan
8.	<i>Rating</i>	Ordinal	Dibagi menjadi 7 kategori : 7 : <i>rating idAAA(sy)</i> 6 : <i>rating idAA+(sy) - idAA-(sy)</i> 5 : <i>rating idA+(sy)-idA-(sy)</i> 4 : <i>rating idBBB+(sy) - idBBB-(sy)</i> 3 : <i>rating idBB+(sy)-idBB-(sy)</i> 2 : <i>rating idB+(sy) - idB(sy)</i> 1 : <i>rating idCCC(sy) - idD(sy)</i>
9.	<i>Time to Maturity</i>	Rasio	Jumlah tahun dari sisa masa jatuh tempo

D. Hasil dan Pembahasan

1. Gambaran Umum Pasar Modal Syariah

Pasar modal syariah merupakan bagian dari sistem Pasar Modal Indonesia, dimana kegiatannya juga mengacu kepada Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal serta peraturan pelaksanaannya yang terkait pasar modal syariah khususnya untuk instrument *sukuk*, diantaranya POJK Nomor 15/POJK.04/2015 tentang Penerapan Prinsip Syariah di Pasar Modal, POJK Nomor 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk, POJK Nomor 53/POJK.04/2015 Tentang Akad yang Digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah di Pasar Modal, dan POJK Nomor 3/POJK.04/2018 Tentang Perubahan atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 18/POJK.04/2015 Tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk

Perkembangan pasar modal syariah yang dinamis dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi negara khususnya Indonesia yang merupakan negara dengan populasi masyarakat Muslim terbesar di dunia dimana pangsa pasar industri keuangan syariahnya telah mencapai 8,47 % per Juni 2018 (www.ojk.go.id). Untuk mendorong terciptanya Pasar Modal khususnya Pasar

Modal Syariah dengan kondisi pasar yang objektif, adil, dan transparan, pemerintah mengeluarkan beberapa regulasi yang dinilai penting berkaitan dengan ketentuan penggunaan *Fair Price* dalam kegiatan transaksi seperti transaksi Repo berupa Efek bersifat utang dan *sukuk*, pengelolaan portofolio efek oleh Manajer Investasi untuk kepentingan nasabah secara individual serta pelaporan Lembaga Keuangan seperti Asuransi, Reasuransi, Lembaga Dana Pensiun, Badan Penyelenggara Program Tabungan Hari Tua PNS/Taspen serta produk investasi Reksadana.

2. Hasil Penelitian

Hipotesis dalam Uji *Lagrange Multiplier* adalah $H_0 =$ Model *common effect*; $H_1 =$ Model *random effect* yaitu dengan kondisi jika nilai probabilitas $>$ level of significant (5%), maka H_0 diterima; sedangkan jika nilai probabilitas $<$ level of significant (5%), maka H_0 ditolak. Dari hasil Uji *Lagrange Multiplier* value (Prob $>$ Chibar2 = 0.0169) $<$ level of significant (5%) sehingga H_0 ditolak, kondisi ini menunjukkan estimasi model regresi data panel dengan *Random Effect Model* (REM) adalah pilihan model yang lebih baik dibandingkan dengan *Common Effect Model* (CEM). Berikut merupakan hasil pengolahan data penelitian dengan *Random Effect Model* (REM) yang menggunakan program *Stata 14.2* :

Tabel 2 Model Data Panel dengan *Random Effect Model* (REM)

ln price	Coef.	Std. Err.	z	P > z	[95% Conf. Interval]
inflasi	.0024793	.0014057	1.67	0.095	-.0013212 .0062722
ln kurs	.0047613	.0026762	1.78	0.075	-.0004752 .0100072
mbia	.0000605	.0059927	0.01	0.987	-.0118763 .0117553
dep	.000146	.0055476	0.03	0.979	-.0112117 .0114197
constant	10.2887752	0.0294916	347.88	0.000	10.2297909 10.3477595
ln price	10.2887752	0.0294916	347.88	0.000	10.2297909 10.3477595
ln kurs	10.2887752	0.0294916	347.88	0.000	10.2297909 10.3477595
mbia	10.2887752	0.0294916	347.88	0.000	10.2297909 10.3477595
dep	10.2887752	0.0294916	347.88	0.000	10.2297909 10.3477595

Sumber : Hasil Olahan *Stata 14.2*

Hasil estimasi model ini digunakan untuk melakukan pengujian atas hipotesis penelitian yaitu sebagai berikut :

3. Koefisien Determinasi (R^2)

Nilai R^2 sebesar 0.8649 yang menunjukkan bahwa kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sebesar 86.49 % sisanya 13.51 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam model.

4. Uji Pengaruh Parsial (Uji t)

Tabel 3 Uji Signifikansi Parameter Individual

Variabel	Coefficient	Std Error	Prob
Inflasi	-0.0024793	0.0014857	0.095
SBIS	0.0088409	0.0059927	0.140
Dep	0.000148	0.0035476	0.967
LN_Kurs	0.0847413	0.036702	0.021
Coupon	0.0288742	0.0025946	0.000
Yield	-0.0369655	0.0048829	0.000
LN_Rating	-0.0496971	0.0341073	0.145
LN_TTM	0.0317695	0.0049352	0.000

Sumber. Hasil olahan Stata 14.2

Berdasarkan tabel uji signifikansi diatas, berikut hasil pengujian serta interpretasi atas pengaruh dari masing-masing variabel independen:

1. Pengaruh Inflasi terhadap *Fair Price Sukuk* Korporasi. Setiap kenaikan inflasi 1% maka akan memberikan dampak negatif berupa penurunan *fair price sukuk* korporasi sebesar 0.0024793 %, serta tidak berpengaruh secara signifikan dengan probabilitas 0.095 ($prob > 0.05$). Hipotesis ditolak namun sejalan dengan penelitian Sukanto (2009:22) inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi serta penelitian Widajati (2009:105) inflasi berpengaruh negatif secara simultan namun secara parsial tidak signifikan terhadap harga obligasi.

Tingkat inflasi dari tahun 2014-2018 cenderung mengalami penurunan dan berada pada tingkat rendah. Menurut Putong (2002:260) inflasi rendah yaitu inflasi yang besarnya kurang dari 10%. Inflasi yang rendah dapat menjaga pertumbuhan ekonomi lebih stabil sehingga dapat mempengaruhi minat masyarakat serta investor dalam berinvestasi di Pasar Modal khususnya instrument *sukuk* korporasi.

2. Pengaruh Tingkat Imbal Hasil SBIS terhadap *Fair Price Sukuk* Korporasi. Setiap kenaikan Tingkat Imbal Hasil SBIS 1% maka akan memberikan dampak positif berupa kenaikan *fair price sukuk* korporasi sebesar 0.0088409 %, serta tidak berpengaruh signifikan dengan nilai probabilitas sebesar 0.140 (prob > 0.05). Hipotesis ditolak, hasil pengujian tidak sesuai dengan penelitian Yosi Azizah (2015:1) suku bunga SBI memiliki pengaruh yang signifikan dan negatif terhadap harga obligasi. Meskipun nilai tidak teruji secara signifikan, hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan positif yang berpengaruh pada kenaikan *fair price sukuk* korporasi namun secara tidak langsung. Dari data penelitian menunjukkan tingkat imbal hasil dari SBIS lebih kecil daripada tingkat *coupon rate*, selain itu meskipun SBIS bisa menjadi salah satu acuan bagi investor keuangan syariah namun secara instrument SBIS tidak diperjual belikan pada pasar sekunder seperti halnya *sukuk* korporasi.

3. Pengaruh Bagi Hasil Deposito *Mudharabah* berpengaruh terhadap *Fair Price Sukuk* Korporasi. Setiap kenaikan Bagi Hasil Deposito *Mudharabah* 1% maka akan memberikan dampak positif berupa kenaikan *fair price sukuk* korporasi sebesar 0.000148%, serta tidak berpengaruh signifikan dengan probabilitas sebesar 0.967 (> 0.05). Hipotesis ditolak, hasil pengujian tidak sesuai dengan penelitian Sukanto (2015:132) suku bunga deposito secara simultan bersama variabel makroekonomi lainnya maupun partial berpengaruh terhadap harga obligasi pemerintah. Namun sejalan dengan Ayuningtyas (2017:20) bahwa harga obligasi syariah PLN baik jangka pendek maupun panjang tidak

dipengaruhi oleh bagi hasil deposito, dapat dilihat pula bahwa dalam penelitian ini menggunakan sample sebanyak 7 seri *sukuk* korporasidimana lima dari tujuh sampel merupakan *sukuk* yang diterbitkan oleh perusahaan emiten PLN.

4. Pengaruh Kurs Rupiah terhadap Dollar terhadap *Fair Price Sukuk* Korporasi. Setiap kenaikan LN_KURS 1% maka akan memberikan dampak positif berupa kenaikan *fair price sukuk* korporasi sebesar 0.0847413 % serta berpengaruh signifikan dengan probabilitas sebesar 0.021 (< 0.05). Hipotesis diterima, sejalan dengan Sukanto (2015:147) kurs Rp/\$ secara simultan maupun partial berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi pemerintah dengan koefisien regresi positif, namun tidak sejalan dengan Irawan (2017:270) yang secara parsial diperoleh koefisien regresi negatif. Dapat dianalisis *fair price sukuk* korporasi yang diteliti relatif stabil sehingga walaupun terjadi depresiasi/apresiasi dari nilai Rp/\$, investor *sukuk* korporasi lebih memilih untuk tetap menjaga portofolio *sukuk* nya.
5. Pengaruh *Coupon Rate* terhadap *Fair Price Sukuk* Korporasi. Setiap kenaikan *coupon rate* 1% maka akan memberikan dampak positif berupa kenaikan *fair price sukuk* korporasi sebesar 0.0288742 %, serta berpengaruh signifikan dengan probabilitas sebesar 0.000 (< 0.05). Hipotesis diterima, sejalan dengan Sumarna (2016:7724) dan Azizah (2015:1) dimana kupon memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap harga obligasi. Sesuai teori Tandelilin (2010:279) bahwa *coupon rate* memiliki pengaruh positif terhadap perubahan harga obligasi, sehingga tinggi (rendah) *coupon rate* berdampak pada tinggi (rendah) *fair price sukuk* korporasi.
6. Pengaruh *Yield to Maturity* terhadap *Fair Price Sukuk* Korporasi. Setiap kenaikan *Yield to Maturity* 1% maka akan memberikan dampak negatif berupa penurunan *fair price sukuk* korporasi sebesar 0.0369655 %, serta berpengaruh signifikan dengan nilai probabilitas sebesar 0.000 (< 0.05). Hipotesis diterima, sejalan dengan Fitriana (2013:733) *yield* obligasi berpengaruh signifikan dan negatif. Sesuai dengan teori yang digunakan yaitu hubungan *yield* obligasi dan harga obligasi tidak

berbentuk garis lurus tetapi membentuk sebuah kurva cekung. Jika *yield* turun maka harga akan meningkat dengan kenaikan marginal yang semakin kecil. Sebaliknya jika *yield* naik maka harga obligasi akan turun dengan penurunan marginal yang semakin kecil pula (Tandelilin, 2010:276).

7. Pengaruh *Time to Maturity* terhadap *Fair Price Sukuk* Korporasi. Setiap kenaikan LN_TTM 1% maka akan memberikan dampak positif berupa kenaikan *fair price sukuk* korporasi sebesar 0.0317695 %, serta berpengaruh signifikan dengan probabilitas sebesar 0.000 (< 0.05). Hipotesis diterima, sejalan dengan Subagia (2015:1451) dimana jangka waktu jatuh tempo berpengaruh positif dan signifikan terhadap perubahan harga obligasi korporasi, namun tidak sesuai dengan Sumarna (2016:7724) dimana jangka waktu jatuh tempo berpengaruh negatif dan signifikan terhadap perubahan harga obligasi korporasi. Investor bisa memiliki pertimbangan yang berbeda dimana *sukuk* korporasi dengan *time to maturity* yang lebih panjang belum tentu dianggap memiliki resiko yang tinggi, ini bisa dikarenakan investor telah memiliki kepercayaan tinggi pada perusahaan emiten khususnya emiten dalam penelitian ini.
8. Pengaruh *Rating* terhadap *Fair Price Sukuk* Korporasi. Setiap kenaikan *Rating* 1% maka akan memberikan dampak negatif berupa penurunan *fair price sukuk* korporasi sebesar 0.0496971 %, serta tidak berpengaruh signifikan dengan probabilitas sebesar 0.145 (> 0.05). Hipotesis ditolak, dimana tidak sejalan dengan Sumarna (2016:7724) rating berpengaruh positif dan signifikan terhadap perubahan harga obligasi korporasi namun sejalan dengan Yanti (2017:13) dimana rating obligasi pada tahun 2013 berpengaruh negatif sedangkan tahun 2015 berpengaruh positif dan kedua-duanya tidak signifikan terhadap harga obligasi. Dari data penelitian terlihat bahwa *sukuk* korporasi dengan rating terendah (idA(sy)) memiliki *coupon rate* yang lebih tinggi daripada empat seri *sukuk* korporasi dengan rating tertinggi (idAAA(sy)), hal ini dapat menunjukkan bahwa investor belum menjadikan *rating* sebagai pertimbangan utama dalam berinvestasi

namun lebih memilih *sukuk* korporasi yang memberikan *coupon rate* yang lebih tinggi.

5. Uji Pengaruh Simultan (Uji F)

Pada tabel hasil *Random Effect Model* (REM) dapat dilihat bahwa nilai probabilitas F sebesar 0.000 (<0.05) menunjukkan pengaruh variabel secara simultan dikatakan signifikan dan H_0 dapat diterima. Sehingga variabel independen (Inflasi, Tingkat Imbal Hasil SBIS, Tingkat Bagi Hasil Deposito *Mudharabah*, Kurs Rupiah terhadap Dollar, *Coupon Rate*, *Coupon Rate*, *Yield to Maturity*, *Time to Maturity*, *Rating*) secara bersama-sama (simultan) berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen (*Fair Price Sukuk* Korporasi).

E. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data panel dan pengujian hipotesis, hasilnya menunjukkan bahwa tidak semua variabel independen tersebut dapat mempengaruhi variabel dependen. Hasil penelitian dapat ditarik kesimpulan bahwa dalam periode penelitian dari tahun 2014-2018 menunjukkan variabel Kurs Rupiah terhadap Dollar, *Coupon Rate*, dan *Time to Maturity* berpengaruh positif dan signifikan, *Yield to Maturity* berpengaruh negatif dan signifikan sedangkan Inflasi, Tingkat Imbal Hasil SBIS, dan Tingkat Bagi Hasil Deposito *Mudharabah* tidak berpengaruh signifikan terhadap *Fair Price Sukuk* Korporasi, namun secara simultan semua variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap *Fair Price Sukuk* Korporasi. Untuk pengujian koefisien determinasi diperoleh sebesar 86.49 % menunjukkan kemampuan dari variabel independen dalam menjelaskan *Fair Price Sukuk* Korporasi, sisanya 13.51 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam penelitian ini.

Berdasarkan pemaparan kesimpulan, maka penulis memberikan beberapa saran yaitu bagi investor, Lembaga Keuangan maupun Manajer Investasi dapat memperhatikan variabel kurs rupiah terhadap dollar, *coupon rate*, *yield to maturity*, serta *time to maturity* yang berpengaruh secara

signifikan terhadap *fair price sukuk* korporasi, sedangkan bagi peneliti selanjutnya dapat melakukan penelitian dengan menambahkan variabel serta periode penelitian, sehingga diperoleh hasil penelitian dan daya prediksi yang lebih baik. Selain itu penelitian melaluisukuk jenis lain seperti *sukuk ritel* pemerintah yang memiliki karakteristik yang berbeda, sehingga bisa menambah literasi bagi masyarakat dan investor untuk menambahkan instrument *sukuk* dalam portfolio investasinya dimana hal ini dapat meningkatkan *marketshare* pada industri keuangan syariah khususnya Pasar Modal Syariah di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Ascarya. (2006). *Akad dan Produk Bank Syariah*, Jakarta:PT. Raja Grafindo Persada
- Ascarya; Diana Yumanita (2007). *Comparing the Development of Islamic Financial/Bond Markets In Malaysia and Indonesia*. IRTI Publications (2008) : Saudi Arabia
- Aziz, Roikhan Mochamad. (2013). *The Simulation of Islamic Economic Instrument as Sukuk*. Jurnal Nalar Fiqh Vol. 8 No. 2.
- Aziz, Roikhan Mochamad. (2009). *New Paradigm on Sinlammim Kaffah In Islamic Economics*. Jurnal Ilmu Ekonomi, Fakultas Ekonomi Bisnis, Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah, Jakarta.
- Aziz, Roikhan Mochamad. (2016). *Teori H dalam Islam Sebagai Wahyu dan Turats*. Jurnal Ushuluddin, UIN Riau. Volume 24 Nomor 1. ISSN: 1412-0909/E-ISSN: 2407-8247. <http://ejournal.uin-suska.ac.id/index.php/ushuludin>
- Azizah, Yosi (2015), *Analisis Faktor Spesifik Yang Mempengaruhi Harga Obligasi Negara Di Bursa Efek Indonesia*, Jurnal Fakultas Ekonomi UII Tahun 2015

- El Mosaid, Fadma & Rachid Boutti. (2014). *Sukuk and Bond Performance in Malaysia*. International Journal of Economics and Finance; Vol 6 No 2:2014, Published by Canadian Center of Science and Education
- Elton, Edwin J., Martin J. Gruber, Deepak Agrawal, Christopher Mann. (2004). *Factors affecting the valuation of corporate bonds*, Journal of Banking & Finance 28 (2004) 2747-2767
- Firdaus, Muhammad. (2005). *Fatwa-fatwa Ekonomi Syariah Kontemporer*. Jakarta: Renaisan.
- Fitriana, Eka Sari, Suci Rohayati (2013). *Pengaruh Suku Bunga Terhadap Harga Obligasi Melalui Yield Obligasi*, Jurnal Ilmu Manajemen Volume 1 Nomor 3 Mei 2013
- Frensidy, Budi. (2005). *Matematika Keuangan*. Jakarta : Salemba Empat
- Ghozali, Imam. 2012. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS*. Yogyakarta: Universitas Diponegoro
- Hasibuan, M. (2002). *Dasar-dasar Perbankan*. Jakarta: PT Bumi Aksara
- Irawan Dan Cahyo Pramono (2015), *Determinan Faktor-Faktor Harga Obligasi Perusahaan Keuangan Di Bursa Efek Indonesia*, Seminar Nasional dan The 4th Call for Syariah Paper ISSN 2460-0784 Tahun 2015
- Karim, Ir. Adiwarmanto A, S.E., M.B.A., M.A.E.P. (2010). *Ekonomi Makro Islami. Edisi Kedua*. Jakarta : PT RajaGrafindo Persada
- Manan, H. Abdul. (2009). *Aspek Hukum dan Penyelenggaraan Investasi di Pasar Modal Syariah Indonesia* . Jakarta: Kencana

Nachrowi, Djalal Nachrowi dan Hardius Usman.(2006).*Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*.Jakarta : Universitas Indonesia

Purnomo, Endri, Novi Puspitasari, . *Pengaruh Likuiditas, Kupon, Jangka Waktu Jatuh Tempo Dan Suku Bunga Pasar Terhadap Harga Pasar Obligasi Berperingkat Rendah Dan Harga Pasar Obligasi Berperingkat Tinggi*. Jurnal Relasi Stie Mandala Jember Vol 13, No 1 (2017)

Putong. (2002). *Pengantar Ekonomi Mikro dan Makro*, Jakarta: Ghalia Indonesia

Rahardjo, Sapto. (2004). *Panduan Investasi Obligasi*.Jakarta : PT Gramedia Pustaka Utama

Rahardjo, Sapto (2007), *Panduan Investasi Obligasi*, Jakarta : PT Gramedia Pustaka Utama

Rodoni, A. (2009). *Investasi Syariah*. Jakarta: Lembaga Penelitian UIN Jakarta.

Rosida Dwi Ayuningtyas (2017), *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Harga Obligasi Syariah Korporasi Di Indonesia (Periode Januari 2010- Juli 2015)*, Journal Of Islamic Economics Lariba (2017). Vol. 3, Issue 1: 13-22

Rosadi, Dedi (2011).*Ekonometrika & Analisis Runtun Waktu Terapan Dengan Eviews*. Yogyakarta:Andi

Samuelson, Paul A. & Nordhaus, William D. 2004. *Ilmu Makroekonomi*. Edisi Bahasa Indonesia. Jakarta: PT Media Global Edukasi

Siskawati, Eka (2010). *Perkembangan Obligasi Syariah di Indonesia : Suatu Tinjauan* Jurnal Akuntansi & Manajemen Vol .5 No.2 Desember 2010 ISSN 1858-3687 hal 1-9.

Sudarwati. (2010). *Pasar Modal*. Jakarta: Penerbit Erlangga.

Sriyana, Jaka (2014). *Metode Regresi Data Panel*. Yogyakarta : Ekonisia

Subagia, I Ketut, Ida Bagus Panji Sedana (2015), *Analisis Pengaruh Likuiditas, Waktu Jatuh Tempo Dan Kupon Obligasi Terhadap Perubahan Harga Obligasi Korporasi Di Bursa Efek Indonesia*, E-Jurnal Manajemen Unud, Vol. 4, No. 5, 2015 : 1451-1465 ISSN: 2302-8912

Sugiyono. (2008) *“Statistika untuk Penelitian”*. Bandung:Alfabeta,

Sugiyono. (2010) *“Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R &D”*. Bandung:Alfabeta,

Sukanto, Eman. Widaryanti.(2015).*Pengaruh Rate Bunga Deposito, Nilai Tukar Rupiah Dan Besaran Inflasi Terhadap Harga Obligasi Pemerintah Republik Indonesia (Periode 2009-2013)*. Jurnal Dinamika Ekonomi & Bisnis.Unisnu Jepara

Sukanto, Eman. Widaryanti.(2019). *Pengaruh Suku Bunga Deposito, Kurs Rupiah-USD, Tingkat Inflasi, IHSG Dan Volume Transaksi Terhadap Harga Obligasi Pemerintah RI (SUN)*. Jurnal Fokus Ekonomi, Vol. 4 No. 2 Desember 2009 : 9 - 23

Sumarna, I Wayan , Ida Bagus Badjra (2016), *Pengaruh Rating, Maturitas, Tingkat Suku Bunga Dan Kupon Terhadap Perubahan Harga Obligasi Korporasi Di Bursa Efek Indonesia*, E-Jurnal Manajemen Unud, Vol. 5, No. 12, 2016: 7724-7751 Issn : 2302-8912

Tandelilin, Eduardus. (2010). *Portofolio dan Investasi. Edisi Pertama*. Yogyakarta: Kanisius.

Van Horne. James C, dan Wachowichz,Jr. John M, (2005). *Fundamentals of Financial Management*, Buku satu, Edisi keduabelas, Jakarta : Salemba empat

Yanti,Tri. (2016). *Analisis Pengaruh Peringkat, Maturitas, Dan Kupon Obligasi Terhadap Harga Obligasi Di Bursa Efek Indonesia*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Tanjungpura Tahun 2016

www.bi.go.id

www.ibpa.co.id

www.idx.co.id

www.ksei.co.id

www.ojk.go.id

www.pefindo.com