

Dampak Keuntungan, Ketersediaan Dana, Penggunaan Utang, dan Aktivitas Bisnis Terhadap Posisi Sukuk

Kumita Ary Fhuspha¹

Program Studi Akuntansi Fakultas Pendidikan Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pendidikan Indonesia, Bandung

kumitaarhuspa@gmail.com

ABSTRACT

This research aims to determine the effect of profitability, liquidity, leverage and activity on the sukuk ratings of sukuk issuing companies listed on the Indonesia Stock Exchange and registered sukuk ratings issued by PT. PEFINDO has an investment grade rating for the 2011-2013 period. The research method used in this research is descriptive and verification methods. Data analysis used ordinal logistic regression analysis. The data used is secondary data collected from published reports on the Indonesia Stock Exchange and Pefindo. The results of this research are that leverage influences sukuk ratings. This shows that leverage can influence whether a company's sukuk rating is good or bad. Meanwhile, profitability, liquidity and activity have no effect on the sukuk rating. This means that the high and low levels of these variables do not have an impact on the good or bad of the company's sukuk rating.

Kata Kunci: Peringkat sukuk, profitabilitas, likuiditas, leverage, aktivitas

PENDAHULUAN

Sukuk (obligasi syariah) merupakan salah satu instrumen investasi berbasis syariah berkembang cukup pesat beberapa tahun belakangan ini. Secara prinsip, *sukuk* adalah obligasi yang dikeluarkan baik bisnis maupun laporan keuangannya memenuhi ketentuan syariah. *Sukuk* memiliki perbedaan mendasar jika dibandingkan dengan obligasi konvensional, dimana dalam penerbitannya *sukuk* memiliki asset yang jelas sebagai jaminan (*underlying asset*) dan nilai *sukuk* yang diterbitkan tidak boleh melebihi nilai asset yang dijamin.

Sukuk juga memiliki peluang risiko, salah satunya adalah *default risk*, yaitu peluang dimana emiten akan mengalami kondisi tidak mampu memenuhi kewajiban keuangannya (gagal bayar) atau dengan kata lain risiko tidak terbayarkannya imbalan bagi hasil dan pokok kewajiban. Untuk menghindari risiko tersebut, investor harus memperhatikan beberapa hal, salah satunya adalah peringkat *sukuk* perusahaan emiten.

Pentingnya peringkat *sukuk* ini juga diperkuat dengan adanya revisi peraturan Bapepam-LK nomor IX.C.11 lampiran keputusan Bapepam-LK Nomor KEP-712/BL/2012 tentang Pemingkatan Efek Bersifat Utang dan *Sukuk*. yang menyatakan bahwa setiap penerbitan *sukuk* wajib disertai pemingkatan efek. Selain itu, Presiden Direktur PT Pemingkatan Efek Indonesia (Pefindo), Ronald T. Andi Kasim, menjelaskan

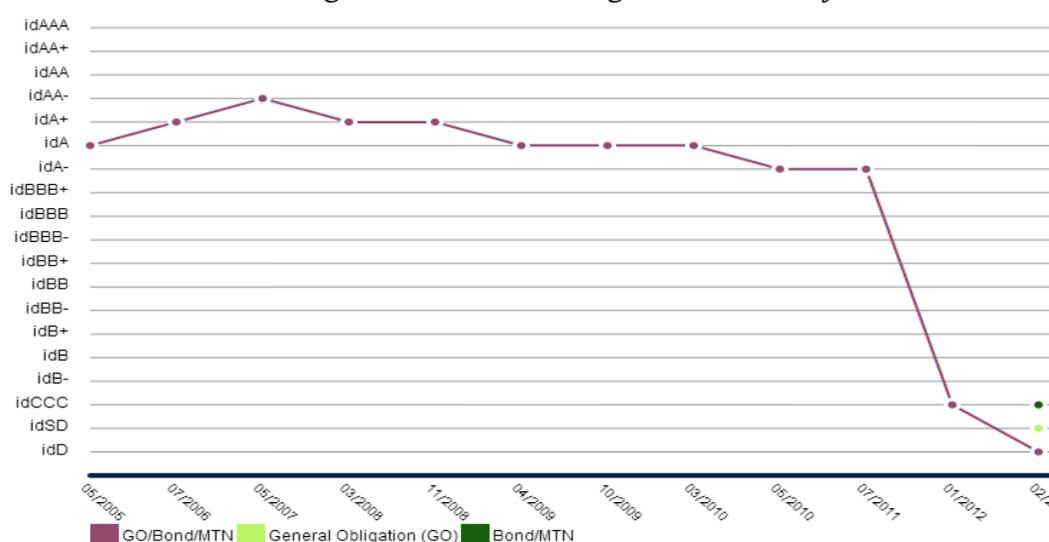
bahwa pemeringkatan *sukuk* sangat diperlukan untuk mencerminkan kemampuan emiten memenuhi kewajibannya.

Peringkat *sukuk* diberikan oleh lembaga pemeringkat yang independen, objektif, dan dapat dipercaya. Investor dapat menilai tingkat keamanan suatu *sukuk* dan kredibilitas *sukuk* berdasarkan informasi yang diperoleh dari lembaga pemeringkat. Lembaga pemeringkat yang terbesar dan terkenal di dunia adalah Moody's dan Standard & Poor's. Sedangkan di Indonesia terdapat lembaga pemeringkat sekuritas utang yaitu PT. Pefindo (Pemeringkat Efek Indonesia).

Peringkat *sukuk* dan obligasi yang diberikan oleh lembaga pemeringkat dapat dikategorikan menjadi dua, yaitu *investment grade* (AAA, AA, A, dan BBB) dan *non-invesmnet grade* (BB, B, CCC, dan D).

Terdapat suatu kasus yang terjadi pada tahun 2012 lalu, yang berkenaan dengan peringkat *sukuk*, yaitu sebuah perusahaan pelayaran nasional, PT Berlian Laju Tanker (BLT) dinyatakan *default* (gagal bayar). Menurut Theo Lekatompessy, Presiden Direktur PT Humpuss Intermoda Trasportasi Tbk, perusahaan ini termasuk tiga besar dalam bisnis perkapalan tanah air. Selain besar di dalam Negeri, Berlian Tanker juga disebut-sebut sebagai operator armada kapal tanker kimia ketiga terbesar di dunia. Hal ini ditandai dengan pengakuisisian Chembulk Tankers LLC pada 12 Oktober 2007. Namun ternyata sebagaimana yang dilangsir dalam Majalah Bisnis Indonesia (2012) pada 25 Januari 2012 BLT tiba-tiba menyatakan kondisi gagal bayar untuk sejumlah instrumen utang, termasuk *sukuk*. Pefindo sebagai lembaga pemeringkat perusahaan dan efek yang memberikan peringkat perusahaan dan efek terhadap BLT pun menurunkan peringkat perusahaan dan efek perusahaan ini. (diakses melalui www.bisnis.com [16 Juni 2014])

Gambar 1. Peringkat Instrumen Utang PT Berlian Laju Tanker



Sumber: www.pefindo.com

Berdasarkan grafik perkembangan peringkat perusahaan BLT dan efeknya di atas, dapat diketahui bahwa perusahaan tersebut mengalami penurunan peringkat sampai mencapai ke level terendah, padahal perusahaan ini dijuluki sebagai operator armada

kapal tanker kimia ketiga terbesar di dunia. Hal ini menimbulkan pertanyaan apa saja faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat *sukuk*.

Karena *sukuk* memiliki fungsi yang sama dengan obligasi, maka dalam hal pemeringkatan pun tidak jauh berbeda. Terdapat dua faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi yaitu faktor kualitatif dan faktor kuantitatif. Faktor kuantitatif yaitu dilihat dari rasio profitabilitas, rasio likuiditas, rasio *leverage*, dan rasio aktivitas. Semakin baik rasionya semakin tinggi peringkatnya. Faktor kualitatif yaitu faktor lingkungan hidup, provisi penjamin, stabilitas, regulasi dan lain sebagainya (Brigham dan Houston, 2013). Berdasarkan fakta dan teori di atas, penulis bermaksud menguji pengaruh faktor kuantitatif berupa rasio-rasio keuangan terhadap peringkat *sukuk*.

TINJAUAN LITERATUR

Peringkat adalah suatu penilaian yang terstandarisasi terhadap kemampuan suatu Negara atau perusahaan dalam membayar utang-utangnya. Peringkat dikeluarkan oleh perusahaan pemeringkat dan biasanya untuk menjadi perusahaan pemeringkat harus mendapat izin resmi dari pemerintah. Di Indonesia, perusahaan yang mendapat izin serta menjadi *market leader* dalam pemberian peringkat adalah PT. Pefindo (Pemeringkat Efek Indonesia).

Secara umum peringkat *sukuk* dan obligasi dibagi menjadi dua, yaitu *investment grade* (AAA, AA, A dan BBB) dan *non-investment grade* (BB, B, CCC, dan D). Namun, praktek pada perusahaan lebih detail lagi. Ada perusahaan yang menerapkan *screening* yang lebih mendalam seperti harus BUMN atau kalau pun *investment grade* minimal A. *Rating* BBB dianggap masih belum aman. Jadi, pada prakteknya peringkat yang dinilai *investment grade* adalah AAA, AA, dan A.

Investment grade adalah kategori bahwa perusahaan atau Negara dianggap memiliki kemampuan yang cukup dalam melunasi utangnya. *Non-investment grade* adalah kategori bahwa suatu perusahaan atau Negara dianggap memiliki kemampuan yang meragukan dalam memenuhi kewajibannya.

Menurut Keputusan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Nomor KEP-130/BL/2006 tahun 2006 Peraturan Nomor IX.A.13:

“*Sukuk* adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas kepemilikan asset berwujud tertentu nilai manfaat dan jasa atas asset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu, dan kepemilikan atas asset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu”

Pada dasarnya penerbitan *sukuk* memiliki tujuan yang sama dengan penerbitan obligasi. Namun, *sukuk* memiliki karakteristik yang berbeda dengan obligasi. Akan tetapi, dalam hal pemeringkatan *sukuk* tidak jauh berbeda dengan pemeringkatan yang dilakukan terhadap obligasi, Menurut Brigham & Houston (2013) peringkat obligasi didasarkan pada faktor-faktor kualitatif maupun kuantitatif, faktor kuantitatif yang dapat dilihat dari rasio-

rasio keuangan seperti rasio profitabilitas, likuiditas, rasio *leverage*, dan aktivitas. Semakin baik rasionya semakin tinggi peringkatnya. Adapun faktor kualitatif yaitu seperti faktor lingkungan hidup, ketentuan jaminan, stabilitas, regulasi dan lain sebagainya. Dengan demikian, berdasarkan uraian di atas disimpulkan bahwa rasio-rasio keuangan seperti profitabilitas, likuiditas, *leverage* dan aktivitas berpengaruh terhadap peringkat *sukuk*.

Harahap (2008) menyatakan bahwa:

“Profitabilitas adalah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan mendapatkan laba melalui semua kemampuan, dan sumber yang ada seperti kegiatan penjualan, kas, modal, jumlah karyawan, jumlah cabang dan sebagainya”.

Semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar (*default*) dan semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut. Hal ini menunjukkan jika rasio profitabilitas tinggi maka *sukuk* tersebut kemungkinan akan masuk pada *investment grade*, karena pendapatan operasi yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan bekerja dengan efisien. Profitabilitas dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *Return on Asset* dengan rumus:

$$\text{Return on Asset} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

Harahap (2008) menyatakan bahwa: “rasio likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya”. Semakin tinggi rasio likuiditas ini berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Jika semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin baik peringkat perusahaan maka *sukuk* dimungkinkan masuk pada peringkat *investment grade*, karena dengan asset lancar yang lebih tinggi dari utang lancar perusahaan mempunyai kemampuan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek kepada investor tepat pada waktunya. Likuiditas diukur dengan menggunakan rasio lancar (*current ratio*) yang dinyatakan dalam rumus:

$$\text{Rasio Lancar (Current Ratio)} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Utang Lancar}} \times 100\%$$

Leverage merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur keseimbangan proporsi antara aktiva yang didanai oleh kreditor (utang) dan yang didanai oleh pemilik perusahaan (ekuitas). Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan menggunakan utang dalam membiayai investasinya. Jika rasio ini cukup tinggi, maka hal tersebut menunjukkan tingginya penggunaan utang, sehingga hal ini dapat membuat perusahaan mengalami kesulitan keuangan, dan biasanya memiliki risiko kebangkrutan yang cukup besar. Maka dapat disimpulkan, jika *leverage* menunjukkan nilai yang tinggi maka perusahaan tersebut kemungkinan masuk kategori *non-investment grade*, dengan

leverage yang tinggi risiko yang dihadapi semakin besar. *Leverage* dalam penelitian ini diukur dengan *debt to equity ratio* yang dinyatakan dalam rumus:

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100\%$$

Aktivitas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan sumber daya yang dimiliki perusahaan tersebut. Perusahaan yang tingkat produktivitasnya tinggi cenderung lebih mampu menghasilkan laba yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tingkat produktivitasnya rendah. Hal ini juga menunjukkan perusahaan yang tingkat produktivitasnya tinggi akan lebih mampu memenuhi kewajibannya secara lebih baik. Aktivitas dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *Total Asset Turn Over* yang dinyatakan dengan rumus:

$$\text{Total Asset Turn Over} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

Mengacu pada pemikiran di atas, maka penelitian ini akan menguji apakah profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan aktivitas akan berpengaruh terhadap peringkat *sukuk* pada perusahaan penerbit *sukuk* yang terdaftar di BEI serta diperingkat oleh Pefindo.

- Hipotesis 1 : Profitabilitas berpengaruh terhadap peringkat *sukuk*
- Hipotesis 2 : Likuiditas berpengaruh terhadap peringkat *sukuk*
- Hipotesis 3 : *Leverage* berpengaruh terhadap peringkat *sukuk*
- Hipotesis 4 : Aktivitas berpengaruh terhadap peringkat *sukuk*

METODE

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah deskriptif dan verifikatif melalui pendekatan kuantitatif.

“Metode deskriptif digunakan untuk menganalisa data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum atau generalisasi” (Sugiyono, 2010).

Metode verifikatif menurut Hasan (2006) “adalah menguji kebenaran suatu dalam bidang yang telah ada dan digunakan untuk menguji hipotesis yang menggunakan perhitungan-perhitungan statistik”. “Tujuan dari metode verifikatif adalah untuk menguji teori-teori yang sudah ada guna menyusun teori baru dan menciptakan pengetahuan-pengetahuan baru” (Suryana, 2010). Selanjutnya metode penelitian kuantitatif merupakan salah satu upaya pencarian ilmiah (*scientific inquiry*) yang didasari oleh filsafat positivisme logikal (*logical positivism*) yang beroperasi dengan aturan-aturan yang ketat mengenai logika, kebenaran, hukum-hukum, dan prediksi (Waston dalam Trianto, 2010).

Objek penelitian dalam penelitian ini adalah profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan aktivitas pada perusahaan yang menerbitkan *sukuk* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) serta diperingkat oleh Pefindo. Adapun operasional variabel dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 1. Operasional Variabel

Variabel	Indikator	Skala
Variabel Independen Profitabilitas (X₁) <i>Return on Asset</i>	Besarnya rasio profitabilitas dengan proksi <i>Return on Asset</i> dapat diperoleh dari: $\frac{\text{Laba Bersih} \times 100\%}{\text{Total Aktiva}}$ (Brigham dan Houston, 2013)	Rasio
Variabel Independen Likuiditas (X₂) <i>Current Ratio</i>	Besarnya rasio likuiditas dengan proksi <i>Current Ratio</i> dapat diperoleh dari: $\frac{\text{Aktiva Lancar} \times 100\%}{\text{Utang Lancar}}$ (Brigham dan Houston, 2013)	Rasio
Variabel Independen Leverage (X₃) <i>Debt to Equity Ratio</i>	Besarnya rasio leverage dengan proksi <i>Debt to Equity Ratio</i> dapat diperoleh dari: $\frac{\text{Total Utang} \times 100\%}{\text{Modal Sendiri}}$ (Najmudin, 2011)	Rasio
Variabel Independen Aktivitas (X₄) <i>Total Asset Turn Over</i>	Besarnya rasio aktivitas dengan proksi <i>total Asset Turn Over</i> dapat diperoleh dari: $\frac{\text{Penjualan} \times 100\%}{\text{Total Aktiva}}$ (Brigham dan Houston, 2006)	Rasio
Variabel Dependen (Y) Peringkat Sukuk	Variabel kategorikal; 1 untuk <i>sukuk</i> peringkat AAA, 2 untuk AA, dan 3 untuk A	Ordinal

Sumber: Hasil Olahan Peneliti

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang menerbitkan *sukuk* yang terdaftar di BEI serta diperingkat oleh Pefindo yang memiliki peringkat *investment grade* pada tahun 2011-2013 (dengan menggunakan laporan keuangan tahun 2010-2012). Populasi dalam penelitian ini berjumlah 12 perusahaan. Disebabkan jumlah populasi yang digunakan sedikit, yaitu 12 perusahaan maka teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini dengan menggunakan sampling jenuh. Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan tahunan perusahaan penerbit *sukuk* periode tahun 2010-2012. Data laporan keuangan emiten diperoleh dari situs www.idx.co.id. Sedangkan untuk peringkat *sukuk* periode tahun 2011-2013 dapat dilihat dari situs

www.pefindo.com. Dalam penelitian ini digunakan model analisis regresi logistik ordinal (*ordinal logistic regression*) yang diformulasikan sebagai berikut (Ghazali, 2013):

$$\text{Logit } P(A) = \text{Log} \frac{P(A)}{1 - P(A)} \dots\dots\dots (1)$$

Atau dapat dituliskan,

$$\text{Log} \frac{P(A)}{1 - P(A)} = \alpha_i 0 + \beta_{i1} X_1 + \beta_{i2} X_2 + \beta_{i3} X_3 + \beta_{i4} X_4 + e$$

$$\text{Logit } (P(A) + P(AA)) = \text{Log} \frac{P(A) + P(AA)}{1 - P(A) - P(AA)} \dots\dots\dots (2)$$

Atau dapat dituliskan,

$$\text{Log} \frac{P(A) + P(AA)}{1 - P(A) - P(AA)} = \alpha_i 0 + \beta_{i1} X_1 + \beta_{i2} X_2 + \beta_{i3} X_3 + \beta_{i4} X_4 + e$$

Keterangan:

- Y = Prediksi peringkat *sukuk*
- P (A) = Probabilitas peringkat A dibanding peringkat AAA
- P (AA) = Probabilitas peringkat AA dibanding peringkat AAA
- $\alpha_i 0$ = *Constant term*
- β = Koefisien masing-masing pada prediksi X
- X₁ = Profitabilitas
- X₂ = Likuiditas
- X₃ = *Leverage*
- X₄ = Aktivitas
- e = *error*

Untuk mengevaluasi suatu model dapat dilihat dari beberapa uji signifikansi yang akan dilakukan. Terdapat beberapa uji yang berfungsi untuk mengetahui hubungan antar variabel. Uji tersebut antara lain adalah *Model Fitting Information*, *Uji Goodness of Fit*, *Uji Pseudo R-Square*, dan *Uji Parallel Lines*. *Pertama*, *Model Fitting Information* menerangkan apakah dengan memasukan variabel independen dalam model akan memberikan kontribusi pada model (Yamin dan Kurniawan, 2014). Hasil *Chi-Square* dalam uji hubungan tergantung penurunan pada nilai -2LogLikelihood untuk model yang tidak mengandung variabel independen atau *intercept* saja dan model yang berisi variabel independen. *Kedua*, *Uji Goodness of Fit* menunjukkan uji kesesuaian model dengan data empiris, dimana hipotesis nol adalah data hasil prediksi model sesuai dengan data empiris (Yamin dan Kurniawan, 2014). Apabila nilai *Goodness of Fit* $> 0,05$ (nilai signifikan *Pearson dan Deviance* $> 0,05$) maka model yang terbentuk adalah fit atau layak digunakan (Yamin dan Kurniawan, 2014). *Ketiga*, *Uji Pseudo R-Square* terdiri dari *Cox and Snell*, *Nagelkerke*, dan *McFadden*. *Pseudo R-Square* digunakan untuk menjelaskan variasi variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen. Tingkat variabilitas tersebut ditunjukkan oleh besarnya nilai *McFadden* (Ghozali, 2013). *Keempat*, *Uji Parallel Lines* digunakan untuk menguji asumsi bahwa setiap kategori memiliki parameter yang sama atau hubungan antara variabel independen dengan logit adalah sama untuk semua persamaan logit (Yamin dan Kurniawan, 2014). Nilai yang diinginkan dalam uji *parallel lines* ini adalah

tidak signifikan yaitu $p > 0,05$. Ketidakcocokan sebuah model dapat disebabkan karena salah dalam memilih *link function* atau kesalahan dalam membuat peringkat kategori. Untuk itu dapat dilakukan permodelan kembali dengan memilih *link function* yang lain (Ghazali, 2013: 363).

HASIL DAN DISKUSI

a. Uji Signifikansi

Model Fitting Information

Model fitting information menerangkan apakah dengan memasukkan variabel independen dalam model akan memberikan kontribusi pada model (Yamin dan Kurniawan, 2014). Hasil *Chi-Square* dalam uji hubungan tergantung penurunan pada nilai -2Log Likelihood untuk model yang tidak mengandung variabel independen atau *intercept* saja dan model yang berisi variabel independen. Hipotesis untuk menilai model fit adalah:

H_0 : Model Fit hanya dengan *intercept* saja

H_a : Model Fit dengan memasukkan peubah bebas atau variabel independen

Adapun kriteria pengujian hipotesis *Model Fitting Information* adalah sebagai berikut:

- 1) Jika probabilitas > 0.05 maka H_0 diterima
- 2) Jika probabilitas ≤ 0.05 maka H_0 ditolak

Tabel 2. Model Fitting Information

Model	-2 Log Likelihood	Chi-Square	df	Sig.
Intercept Only	56,943			
Final	39,603	17,339	4	,002
Link function: Logit.				

Sumber: Hasil Olah Data Peneliti

Model hanya dengan *intercept* saja menghasilkan nilai -2Log Likelihood 56,943, sedangkan jika variabel independen profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan aktivitas dimasukkan ke dalam model, maka nilai -2Log Likelihood turun menjadi 39,603 sehingga *Chi-Square* menjadi 17,339 dan penurunan ini signifikan pada 0,002 yang berarti model dengan variabel independen mampu memberikan hasil akurasi yang lebih baik untuk memprediksi peringkat *sukuk* dibandingkan hanya model dengan *intercept* saja. Jadi dapat disimpulkan bahwa model fit. Dimana:

H_0 : Model Fit hanya dengan *intercept* saja

H_a : Model Fit dengan memasukkan peubah bebas atau variabel independen

Nilai $-p(0,002) < \alpha 5\%$ maka tolak H_0 artinya model fit dengan memasukkan peubah bebas atau variabel independen yang mempengaruhi peringkat *sukuk*.

Uji *Goodness of Fit*

Uji *Goodness of Fit* menunjukkan uji kesesuaian model dengan data empiris, dimana hipotesis nol adalah data hasil prediksi model sesuai dengan data empiris (Yamin dan Kurniawan, 2014). Apabila nilai *Goodness of Fit* > 0.05 (nilai signifikan *Pearson dan Deviance* > 0.05) maka model yang terbentuk adalah fit atau layak digunakan (Yamin dan Kurniawan, 2014)

Hipotesis untuk menilai model fit adalah:

H_0 : Model yang dihipotesiskan fit dengan data

H_a : Model yang dihipotesiskan tidak fit dengan data

Adapun kriteria pengujian hipotesis *uji goodness of fit* adalah sebagai berikut:

- 1) Jika nilai *goodness of fit* > 0.05 maka H_0 diterima
- 2) Jika nilai *goodness of fit* ≤ 0.05 maka H_0 ditolak

Tabel 3. Goodness-of-Fit

	Chi-Square	df	Sig.
Pearson	71,269	66	,307
Devianc e	39,603	66	,996
Link function: Logit.			

Sumber: Hasil Olah Data Peneliti

Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa nilai signifikan *Pearson* sebesar 0,307 ($> 0,05$) dan nilai signifikan *Deviance* sebesar 0,996 ($> 0,05$) sehingga dapat disimpulkan bahwa model yang terbentuk adalah fit atau layak digunakan. Dimana:

H_0 : Model yang dihipotesiskan fit dengan data

H_a : Model yang dihipotesiskan tidak fit dengan data

Nilai *Goodness of Fit Test* $> 0,05$ (nilai signifikan *Pearson dan Deviance* $> 0,05$) maka terima H_0 artinya Model yang dihipotesiskan fit dengan data.

Uji *Pseudo R-Square*

Uji *Pseudo R-Square* terdiri dari *Cox and Snell*, *Nagelkerke*, dan *McFadden*. *Pseudo R-Square* digunakan untuk menjelaskan variasi variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen. Tingkat variabilitas tersebut ditunjukkan oleh besarnya nilai *McFadden* (Ghozali, 2013).

Tabel 4. *Pseudo R-Square*

Pseudo R-Square

Cox and Snell	,382
Nagelkerke	,481
McFadden	,305

Link function: Logit.

Sumber: Hasil Olah Data Peneliti

Tabel ini memberikan nilai R-Square seperti halnya dalam regresi OLS yang berarti variasi variabel dependen (peringkat *sukuk*) yang dapat dijelaskan oleh variasi variabel independen seperti profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan aktivitas sebesar 30,5% yang diwakilkan oleh nilai *McFadden* dan sisanya 69,5% dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

Uji *Parallel Lines*

Uji *Parallel Lines* digunakan untuk menguji asumsi bahwa setiap kategori memiliki parameter yang sama atau hubungan antara variabel independen dengan logit adalah sama untuk semua persamaan logit (Yamin dan Kurniawan, 2014). Nilai yang diinginkan dalam uji *parallel lines* ini adalah tidak signifikan yaitu $p > 0,05$. Untuk itu dapat dilakukan permodelan kembali dengan memilih *link function* yang lain (Ghazali, 2013: 363).

Hipotesis untuk menilai Uji *Parallel Lines* adalah:

- H₀ : Koefisien regresi sebanding untuk semua variabel output.
- H_a : Koefisien regresi berbeda untuk semua variabel output.

Adapun kriteria pengujian hipotesis uji *Parallel Lines* adalah sebagai berikut:

- 1) Jika probabilitas > 0.05 maka H₀ diterima
- 2) Jika probabilitas ≤ 0.05 maka H₀ ditolak

Tabel 5. Test of Parallel Lines

Model	-2 Log Likelihood	Chi-Square	df	Sig.
Null Hypothesis General	39,603 30,974	8,630	4	,071

The null hypothesis states that the location parameters (slope coefficients) are the same across response categories.

Sumber: Hasil Olah Data Peneliti

a. Link function: Logit.

Tabel ini memberikan hasil uji *parallel lines* dengan menunjukkan $p > 0,05$ yaitu $0,071 > 0,05$ yang berarti menerima H_0 bahwa benar model yang dihasilkan memiliki parameter yang sama sehingga pemilihan model *link function logit* adalah sesuai sehingga tidak perlu dilakukan permodelan kembali.

Uji Koefisien Regresi

Regresi ordinal logit ini membandingkan beberapa kelompok. Dalam penelitian ini, perbandingan kelompok dilakukan pada variabel dependen dengan kategorikal yang memiliki satu kelompok sebagai pembanding dasar, yaitu AAA = 1, AA = 2, dan A = 3 dengan AAA sebagai pembanding dasar atau referensi kategori sehingga dapat dituliskan dalam persamaan di bawah ini:

$$\text{Logit P(A)} = 0,403 + 6,750\text{Profitabilitas} + 0,454\text{Likuiditas} + 1,269\text{Leverage} + 1,008\text{Aktivitas} \dots\dots\dots (1)$$

$$\text{Logit (P(A) + P(AA))} = 4,423 + 6,750\text{Profitabilitas} + 0,454\text{Likuiditas} + 1,269\text{Leverage} + 1,008\text{Aktivitas} \dots\dots\dots (2)$$

Tabel 6. Parameter Estimates

	Estimate	Std. Error	Wald	df	Sig.	95% Confidence Interval		
						Lower Bound	Upper Bound	
Threshold	[Y = 1,000]	,403	1,774	,052	1	,820	-3,074	3,880
	[Y = 2,000]	4,423	1,771	6,240	1	,012	,953	7,894
Location	X1	6,750	5,306	1,618	1	,203	-3,650	17,151
	X2	,454	,265	2,946	1	,086	-,064	,973
	X3	1,269	,567	5,003	1	,025	,157	2,381
	X4	1,008	1,027	,963	1	,326	-1,005	3,022

Link function: Logit.

Sumber: Hasil Olah Data Peneliti

Keterangan:

1. Variabel rasio profitabilitas menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi sebesar 6,750 dengan probabilitas variabel 0,203 di atas signifikansi 0,05 (5%) dengan nilai odd ratio ($\text{Exp } 6,750$) = 854,0549. Hal ini menunjukkan bahwa H_0 diterima, dengan demikian tidak terdapat pengaruh rasio profitabilitas terhadap peringkat *sukuk*.
2. Variabel rasio likuiditas menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi sebesar 0,454 dengan probabilitas variabel 0,086 di atas signifikansi 0,05 (5%) dengan nilai odd

ratio (Exp 0,454) = 1,5746. Hal ini menunjukkan bahwa H_0 diterima, dengan demikian tidak terdapat pengaruh rasio likuiditas terhadap peringkat *sukuk*.

3. Variabel rasio *leverage* menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi sebesar 1,269 dengan probabilitas variabel 0,025 di bawah signifikansi 0,05 (5%) dengan nilai odd ratio (Exp 1,269) = 3,5573. Hal ini menunjukkan bahwa H_0 ditolak, dengan demikian terdapat pengaruh rasio *leverage* terhadap peringkat *sukuk*. Pengaruh variabel independen *leverage* terhadap peringkat *sukuk* dapat diinterpretasikan sebagai berikut. $Leverage = 1$ dan variabel independen lainnya = 0, maka:

$$P(A) = \frac{\text{Exp}(0,403 + 1,269)}{1 + \text{Exp}(0,403 + 1,269)} = 0,8418$$

$$P(A) + P(AA) = \frac{\text{Exp}(4,423 + 1,269)}{1 + \text{Exp}(4,423 + 1,269)} = 0,9966$$

$$\text{Jadi } P(AA) = 0,9966 - 0,8418 = 0,1548$$

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa ketika perusahaan memiliki peningkatan rasio *leverage* yang diproksikan dengan nilai *debt to equity ratio*, untuk kenaikan satu unit *leverage* maka akan menaikkan peluang perusahaan untuk mendapatkan peringkat A sebesar 0,8418 kali, menaikkan peluang perusahaan untuk mendapatkan peringkat AA sebesar 0,1548 kali. Interpretasi lainnya adalah ketika terjadi kenaikan satu unit *leverage* pada sebuah perusahaan, maka akan menaikkan odd ratio (Exp -1,269) = 3,5573 kategori peringkat AAA.

4. Variabel rasio aktivitas menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi sebesar 1,008 dengan probabilitas variabel 0,326 di atas signifikansi 0,05 (5%) dengan nilai odd ratio (Exp 1,008) = 2,7401. Hal ini menunjukkan bahwa H_0 diterima, dengan demikian tidak terdapat pengaruh rasio aktivitas terhadap peringkat *sukuk*.

(a) Pengaruh Profitabilitas terhadap Peringkat *Sukuk*

Hasil pengujian *ordinal logistic regression* menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh profitabilitas terhadap peringkat *sukuk*. Hal ini dapat terlihat dari uji hipotesis dimana koefisien regresi sebesar 6,750 dengan probabilitas variabel 0,203 di atas signifikansi 0,05 (5%).

Nilai profitabilitas yang kecil ataupun besar tidak mempengaruhi peringkat *sukuk*. Hal ini bisa saja terjadi. Adanya perbedaan antara hasil penelitian dengan teori juga didukung oleh Belkaoui (Brigham dan Houston, 2013) menyatakan bahwa:

Perwakilan lembaga-lembaga pemeringkat telah menyatakan secara konsisten bahwa tidak ada satu rumusan pasti yang digunakan untuk menentukan peringkat suatu perusahaan. Seluruh faktor yang disebutkan sebelumnya, ditambah dengan beberapa faktor lainnya juga ikut diperhitungkan, tetapi tidak dengan cara yang secara matematis akurat. Studi-studi statistik telah membuktikan argumentasi ini karena para peneliti yang mencoba untuk meramalkan peringkat obligasi berdasarkan data-data kuantitatif ternyata kurang berhasil. Hal itu mengindikasikan bahwa lembaga-lembaga tersebut menggunakan pertimbangan subjektif ketika menentukan peringkat suatu perusahaan.

Dalam bisnis, profit atau keuntungan perusahaan tidak bisa dijadikan ukuran keberhasilan suatu perusahaan. Hal ini disebabkan karena laba menceritakan proyeksi masa lampau perusahaan. Tidak ada jaminan bahwa laba perusahaan yang diperoleh pada tahun ini akan sama dengan laba yang diperoleh di tahun yang akan datang. Dalam aktivitas bisnis, profit atau keuntungan berupa kas ini merupakan asset yang paling likuid. Kekurangan atau kelebihan kas dapat menimbulkan berbagai masalah. Operasional perusahaan dapat terhenti karena kekurangan kas seperti pembelian bahan baku, gaji karyawan tidak terbayar, utang jatuh tempo tidak terbayar. Di sisi lain, kelebihan kas juga bisa merugikan perusahaan. Kas yang menganggur selain menimbulkan penggelapan atau kecurangan lainnya, juga menimbulkan kerugian penurunan nilai intrinsik. Peningkatan kas tanpa pengelolaan yang baik dapat mendatangkan kerugian. Sebaliknya penurunan kas tidak dapat diartikan bahwa perusahaan memiliki kinerja buruk, sepanjang didasarkan perencanaan yang mendatangkan keuntungan perusahaan di masa mendatang.

(b) Pengaruh Rasio Likuiditas terhadap Peringkat *Sukuk*

Hasil pengujian *ordinal logistic regression* menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh rasio likuiditas terhadap peringkat *sukuk*. Hal ini dapat terlihat dari uji hipotesis dimana koefisien regresi sebesar 0,454 dengan probabilitas variabel 0,086 di atas signifikansi 0,05 (5%).

Secara statistik likuiditas tidak dapat dijadikan sebagai indikator yang dapat mempengaruhi peringkat *sukuk* perusahaan. Weaver dan Weston (Fahmi, 2012) mengemukakan bahwa kondisi perusahaan yang memiliki *current ratio* yang baik dianggap sebagai perusahaan yang baik dan bagus, namun jika *current ratio* terlalu tinggi juga dianggap tidak baik karena setiap nilai ekstrim mengindikasikan suatu masalah seperti penimbunan kas, banyaknya piutang yang tak tertagih, penumpukan persediaan, tidak efisiennya pemanfaatan “pembiayaan” gratis dari pemasok dan rendahnya pinjaman jangka pendek. Jadi jika *current ratio* yang terlalu tinggi dapat berdampak buruk terhadap perusahaan sebab mengindikasikan adanya pengelolaan asset yang tidak efektif berupa adanya dana yang tidak produktif yang diinvestasikan dalam asset lancar dan perusahaan memiliki persediaan yang menumpuk serta piutang yang sulit ditagih sehingga persediaan dan piutang tersebut tidak dapat dikonversi menjadi kas dengan segera. Dengan demikian lembaga pemeringkat efek tidak memperhatikan likuiditas perusahaan untuk menetapkan peringkat *sukuk*.

(c) Pengaruh Rasio *Leverage* terhadap Peringkat *Sukuk*

Hasil pengujian *ordinal logistic regression* menunjukkan bahwa terdapat pengaruh rasio *leverage* terhadap peringkat *sukuk*. Hal ini dapat terlihat dari uji hipotesis dimana koefisien regresi sebesar 1,269 dengan probabilitas variabel 0,025 di bawah signifikansi 0,05 (5%).

Secara statistik *leverage* dapat dijadikan sebagai indikator yang dapat mempengaruhi peringkat *sukuk* perusahaan. Hal ini sejalan dengan teori yang ada yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh terhadap peringkat *sukuk* (Brigham dan Houston, 2013). Penilaian Pefindo sebagai lembaga pemeringkat *market leader* di Indonesia

berdasarkan analisis rasio utang (Poulus, 2011). Semakin besar rasio utang maka peringkat yang diberikan Pefindo akan semakin rendah. Hal ini disebabkan semakin banyak beban utang yang ditanggung, membuat perusahaan sulit untuk melunasi utang *sukuk*, sehingga peringkat *sukuk* yang akan diperolehnya juga semakin rendah. Ketika rasio *leverage* tinggi diartikan bahwa sebagian besar aktiva didanai dengan utang yang berdampak pada rendahnya kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban sehingga dapat menurunkan peringkat *sukuk* perusahaan.

(d) Pengaruh Rasio Aktivitas terhadap Peringkat *Sukuk*

Hasil pengujian *ordinal logistic regression* menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh rasio aktivitas terhadap peringkat *sukuk*. Hal ini dapat terlihat dari uji hipotesis dimana koefisien regresi sebesar 1,008 dengan probabilitas variabel 0,326 di atas signifikansi 0,05 (5%).

Secara statistik aktivitas tidak dapat dijadikan sebagai indikator yang dapat mempengaruhi peringkat *sukuk* perusahaan. Pada umumnya untuk melihat peringkat *sukuk* perusahaan, hal utama yang diperhatikan adalah segala sesuatu dari segi kewajiban atau utang perusahaan. Sehingga seberapa pun efektivitas perusahaan dalam mengelola aktivitasnya, tidak mempengaruhi peringkat *sukuk* yang diperoleh perusahaan tersebut.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil perhitungan statistik, disimpulkan bahwa: *Pertama*, Profitabilitas yang diukur dengan *return on asset*, likuiditas yang diukur dengan *current ratio*, *leverage* yang diukur dengan *debt to equity ratio* dan aktivitas yang diukur dengan *total asset turnover* pada perusahaan yang menerbitkan *sukuk* yang terdaftar di BEI dan diperingkat oleh Pefindo menunjukkan bahwa pertumbuhan profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan aktivitas pada tiap perusahaan mengalami fluktuasi. *Kedua*, Perusahaan yang menerbitkan *sukuk* yang terdaftar di BEI dan diperingkat oleh Pefindo serta memiliki peringkat *invesmnet grade* yaitu sebanyak 12 perusahaan. Peringkat tertinggi diraih oleh PT PLN yaitu peringkat AAA. Hal ini disebabkan kemampuan emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang atas kontrak pendanaan syariah relatif superior dibanding emiten dalam negeri lain. *Ketiga*, Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap peringkat *sukuk*. *Keempat*, Likuiditas tidak berpengaruh terhadap peringkat *sukuk*. *Kelima*, *Leverage* berpengaruh terhadap peringkat *sukuk*. *Terakhir*, Aktivitas tidak berpengaruh terhadap peringkat *sukuk*.

REFERENSI

- Brigham dan Houston. (2013). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan (Essentials of Financial Management)*. Jakarta: Salemba Empat.
- Fahmi, Irfan. (2012). *Analisis Laporan Keuangan*. Bandung: Alfabeta
- Ghozali, Imam. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro

- Hasan, M. Iqbal. (2006). *Metodologi Penelitian*. Bogor: Ghalia Indonesia
- Harahap, Sofyan Syafri. (2008). *Analisis Kritis atas Laporan Keuangan*. Jakarta: PT. RajaGrafindo Persada
- Sugiyono. (2010). *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: CV. Alfabeta.
- Suryana. (2010). *Metodologi Penelitian (Model Praktis Penelitian Kuantitatif dan Kualitatif)*. Universitas Pendidikan Indonesia Bandung: tidak diterbitkan
- Trianto. (2010). *Mendesain Pembelajaran Inovatif-Progresif*. Jakarta: Kencana
- Yamin, Sofyan dan Heri Kurniawan. (2014). *SPSS Complete: Teknik Analisis Terlengkap dengan Software SPSS*. Jakarta: Salemba Infotek
- Satriani, Wahyu. (2012). *Wajib Rating Sukuk Korporasi*. [Online]. Tersedia: <http://investasi.kontan.co.id/news/wajib-rating-sukuk-korporasi>. [7 April 2014]