

THE EFFECT OF COMPANY SIZE, LIQUIDITY, LEVERAGE, PROFITABILITY, CORPORATE GOVERNANCE, AND TYPES OF SUKUK ON CORPORATE SUKUK RATINGS IN INDONESIA

PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN, LIKUIDITAS, LEVERAGE, PROFITABILITAS, CORPORATE GOVERNANCE, DAN JENIS SUKUK TERHADAP RATING SUKUK KORPORASI DI INDONESIA

Ayu Dwi Rukmana, Nisful Laila

Departemen Ekonomi Syariah - Fakultas Ekonomi dan Bisnis - Universitas Airlangga
ayu.dwi.rukmana-2016@feb.unair.ac.id*, nisful.laila@feb.unair.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh ukuran perusahaan, likuiditas, leverage, profitabilitas, corporate governance, dan jenis sukuk terhadap rating sukuk korporasi di Indonesia rating sukuk di peringkat oleh PT. Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO). Total sampel yang digunakan sebanyak 115 sampel sukuk yang masih beredar pada periode 2014-2018. Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan teknik analisis regresi logistik ordinal. Hasil pengujian model statistik regresi logistik ordinal menemukan bahwa variabel yang berpengaruh terhadap tinggi rendahnya probabilitas rating sukuk korporasi di Indonesia meliputi ukuran perusahaan, likuiditas, corporate governance, dan jenis sukuk. Leverage, Profitabilitas dan jenis sukuk mudharabah tidak berpengaruh secara signifikan terhadap probabilitas tinggi rendahnya rating sukuk korporasi.

Kata Kunci: Sukuk, Rating, Regresi Logistik Ordinal

ABSTRACT

This paper aims to determine the effect of company size, liquidity, leverage, profitability, corporate governance, and types of sukuk to corporate sukuk ratings in Indonesia. Sukuk ratings rated by PT. Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO). The total sample used is 115 samples of sukuk that still circulating in the period 2014-2018. This study uses a quantitative approach with ordinal logistic regression. The results of the ordinal logistic regression test found that variables that influence the probability of high and low corporate sukuk ratings in Indonesia are company size, liquidity, corporate governance and types of sukuk. Leverage, profitability, mudharabah sukuk are factors that have no significant effect on the probability of high and low corporates sukuk ratings.

Keywords: Sukuk, Rating, Ordinal Logistic Regression

Informasi artikel

Diterima: 16-06-2020

Direview: 11-09-2020

Diterbitkan: 25-09-2020

*Korespondensi
(Correspondence):
Ayu Dwi Rukmana

Open access under Creative
Commons Attribution-Non
Commercial-Share A like 4.0
International Licence
(CC-BY-NC-SA)



I. PENDAHULUAN

Saat ini instrumen keuangan Islam menjadi segmen yang sangat berkembang di pasar keuangan internasional. Salah satu produk keuangan Islam yang saat ini populer menjadi alternatif obligasi berbasis bunga, yaitu sukuk atau obligasi syariah sebagai sarana meningkatkan keuangan pemerintah dan

sebagai cara perusahaan memperoleh pendanaan melalui sukuk korporasi. Berdasarkan laporan sukuk yang diterbitkan oleh *International Islamic Financial Market (IIFM)* pada tahun 2019 total sukuk global dari tahun 2004 sampai dengan Desember 2018 mencapai USD 490,783 milyar. Pertumbuhan ditunjukkan dari peningkatan yang signifikan dalam

hal penerbitan sukuk sejak tahun 2004 dari USD 2,183 milyar menjadi USD 99,002 milyar pada tahun 2018. Persentase sukuk korporasi secara global di tahun 2018 sebesar 31% atau sebesar USD 135,380 milyar Hal ini menunjukkan tingginya minat korporat menggunakan sukuk untuk memenuhi kebutuhan pembiayaan mereka. Sejak penerbitan pertama di tahun 2002, Sukuk Korporasi Indonesia mengalami perkembangan hingga tahun 2018 mencapai 40,25 triliun rupiah dengan 26,33 % atau 10,6 triliun diterbitkan pada tahun 2018 (IIFM, 2019). Hal tersebut juga menunjukkan minat korporat menggunakan sukuk semakin meningkat signifikan setiap tahun. Hingga akhir 2018 Sukuk Indonesia menggunakan tiga jenis kontrak. Saat ini terdapat 109 sukuk korporasi yang beredar, terdiri dari 67,89 % atau 74 sukuk menggunakan akad ijarah, 29,36 % atau 32 sukuk menggunakan akad mudharabah, dan 2,75% atau 3 sukuk menggunakan akad wakalah (IIFM, 2019).

Perkembangan pasar sukuk sebagai alternatif untuk pasar obligasi konvensional yang ada telah meningkatkan isu rating penerbitan sukuk (Arundina dkk., 2015). *Rating* menjadi instrumen penting dalam industri jasa keuangan modern untuk memberikan informasi yang berkaitan dengan kelayakan kredit dari penerbit sehingga hal tersebut sangat bisa mengurangi asimetri informasi di antara penerbit dengan investor. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan nomor 18/POJK. 04/2015 menjelaskan bahwa terdapat dokumen

tambahan yang wajib disertakan untuk menerbitkan sukuk, salah satunya hasil pemeringkatan sukuk. Semua sukuk yang akan diterbitkan harus mengantongi dokumen hasil pemeringkatan sukuk baik dari lembaga manapun sehingga sukuk tidak bisa diterbitkan jika tidak diperingkat.

Pemberian rating sukuk pada perusahaan dilakukan oleh Lembaga Pemeringkat Efek salah satunya PT. Pemeringkat Efek Indonesia atau biasa disebut PEFINDO yang saat ini menjadi agensi tertua yang berada di Indonesia dan sudah melakukan pemeringkatan terhadap berbagai surat utang diantaranya sukuk, obligasi, KIK-EBA, MTN, serta reksadana terhadap 700 perusahaan serta pemerintah daerah. (Pefindo, 2019)

Determinan rating sukuk erat kaitannya dengan faktor keuangan. Penilaian faktor keuangan berdasarkan analisis rasio-rasio keuangan yang dimilikinya (Winanti dkk., 2017). Penelitian Elhaj dkk (2015), Arundina dkk (2015), dan Borhan dan Noryati (2018) membuktikan bahwa faktor non- keuangan juga berpengaruh positif terhadap rating sukuk.

Regresi logistik ordinal digunakan saat variabel dependen berupa data kategorik atau kontinu berupa ordinal (ranking) berjumlah lebih dari dua. Rating sukuk merupakan data ordinal. Penelitian Sudaryanti dkk. (2011), Pranoto dkk. (2017), Melinda dan Marita (2018), dan Ni'mah (2019) terkait rating sukuk menggunakan regresi logistik ordinal. Mempelajari perilaku peringkat kredit dalam instrumen

keuangan Islam dalam hal ini sukuk merupakan suatu keharusan. (Arundina dan Azmi, 2009).

II. LANDASAN TEORI

Teori Sinyal

Gagasan inti dari teori sinyal yaitu bahwa *signalers* ialah orang dalam yang memiliki akses ke informasi dan pengetahuan dan tidak tersedia untuk penerima yang luar (Connelly dkk., 2011) dalam Kromidha dan Matthew (2019). Secara umum sinyal merupakan isyarat dari perusahaan untuk pihak luar yang bisa berwujud apapun baik secara langsung maupun harus dilakukan penelaahan untuk mengetahuinya. Dalam Gumanti (2019) disebutkan secara eksplisit teori sinyal membuktikan bahwa pihak perusahaan mempunyai informasi lebih banyak mengenai keadaan perusahaan dan prospek ke depan dibandingkan informasi yang dimiliki pihak luar, diantaranya investor, pemerintah, kreditur, dan pemegang saham. Kondisi saat satu pihak memiliki kelebihan atau banyak informasi, sedangkan pihak lainnya tidak memiliki, dalam teori keuangan dinamakan asimetris informasi (*Information Asymmetry*).

Asimetris informasi merupakan ketidakseimbangan informasi yang diperoleh antara pihak manajemen (penyedia informasi) dan pihak investor (pengguna informasi) atau *user*. Fungsi utama teori sinyal salah satunya mengurangi asimetri informasi (Spence, 2002) dalam Taj (2016). Sinyal yang dipilih haruslah mengandung kekuatan informasi

yang dapat merubah penilaian pihak eksternal perusahaan. Laporan tahunan merupakan jenis informasi yang bisa menjadi sinyal untuk pihak eksternal, terutama untuk investor (Rokhlinasari, 2015). Secara umum laporan tahunan memuat informasi penting yang harus diketahui oleh pengguna laporan. Laporan yang baik mengindikasikan sinyal bahwa perusahaan sudah baik dalam beroperasi karena sinyal baik akan direspon baik oleh pihak luar. Informasi untuk mengevaluasi risiko relatif setiap perusahaan sangat diperlukan oleh semua investor. Sinyal baik memberikan nilai yang tinggi pada perusahaan dan melindungi investor supaya tidak salah berinvestasi. Pementaran perusahaan yang sudah *go public* sebagian besar juga didasarkan pada analisis rasio dari laporan keuangan. Pementaran juga membantu memberikan sinyal pada investor mengenai kinerja suatu perusahaan yang menerbitkan surat berharga. Peringkat yang baik bisa menjadi sinyal positif bagi investor terhadap kemampuan perusahaan mengembalikan dana pinjaman yang diperoleh investor. Teori sinyal diartikan bahwa setiap orang wajib menjaga kepercayaan satu pihak dengan pihak lainnya, misal sifat amanah pihak emiten dengan publikasi laporan keuangan sesuai kondisi perusahaan sesungguhnya agar tidak merugikan pihak investor sebagai pemberi modal (Safitri, 2013). Kepercayaan dalam Al-Quran dijelaskan pada Surat Al-Anfal 27:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَخُونُوا اللَّهَ وَالرَّسُولَ وَتَخُونُوا
أَمَانَاتِكُمْ وَأَنْتُمْ تَعْلَمُونَ

Yā ayyuhallażīna āmanu lā takhūnullāha war-rasūla wa takhūnū amānātikum wa antum ta'lamun.

Arti: "Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu mengkhianati Allah dan Rasul (Muhammad) dan (juga) janganlah kamu mengkhianati amanat-amanat yang dipercayakan kepadamu, sedang kamu mengetahui."

Sukuk

Sukuk berdasarkan Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No. KEP-130/BL/2006 tentang penerbitan efek syariah, merupakan efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan memiliki bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas: (1) kepemilikan aset berwujud tertentu, (2) nilai manfaat dan jasa atas proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu, atau (3) kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu. Adapun landasan syariah mengenai sukuk ini, yaitu Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSNMUI/IX/2002 tentang obligasi syariah.

Rating sukuk

Rating obligasi merupakan suatu pernyataan mengenai kondisi emiten dan apa saja kemungkinan yang terjadi serta apa yang akan dilakukan sehubungan dengan utang yang dimiliki (Tensia dkk., 2015). Tujuan rating ialah memberikan informasi akurat terkait posisi bisnis, industri,

dan kinerja keuangan perseroan yang menerbitkan surat utang dalam bentuk peringkat kepada investor. Pengertian rating sukuk sama halnya seperti rating obligasi yang metode pemeringkatan antara sukuk dan obligasi sama. Masing-masing investor bisa menilai kelayakan suatu bisnis serta tingkat risiko yang terjadi pada sebuah emiten. Hal ini bisa dilakukan dengan melakukan analisis manajemen dan keuangan serta bisnis fundamentalnya.

Manfaat rating diantaranya terkait informasi risiko investasi, perbandingan, dan rekomendasi investasi bagi investor. Sedangkan, bagi perusahaan rating memiliki manfaat seperti informasi posisi bisnis, mendukung kinerja, alat pemasaran, menentukan struktur obligasi, dan menjaga kepercayaan investor (Iqbal dan Mirakhor, 2008). Perwakilan Lembaga pemeringkat dalam Brigham dan Houston (2015) secara konsiten menyatakan bahwa tidak ada rumusan pasti yang digunakan untuk menilai suatu rating perusahaan. Terdapat lima lembaga pemeringkatan di Indonesia yang diakui Otoritas Jasa Keuangan sesuai Surat Edaran Otoritas Jasa Keuangan 37/SEOJK.03/2016, yaitu Fitch rating, Moody's Investor Services, Standart and Poor's, PT. Pemeringkat Efek Indonesia, dan PT. Fitch Rating Indonesia. PT. Pemeringkat Efek Indonesia biasa disebut PEFINDO ialah agensi rating tertua di Indonesia. PEFINDO juga telah melakukan pemeringkatan terhadap 700 perusahaan dan pemerintah daerah terkait surat

utang diantaranya sukuk, obligasi, KIK-EBA, MTN, serta reksadana.

Metodologi yang digunakan PEFINDO dalam sektor korporasi meliputi tiga risiko utama penilaian, yaitu risiko industri, risiko bisnis, dan risiko keuangan. Pemingkatan sukuk korporasi di PEFINDO sama dengan pemingkatan efek utang konvensional, yaitu dengan menilai aspek usaha dan keuangan perusahaan dengan rincian faktor-faktor yang bervariasi sesuai dengan karakteristik usaha/industri perusahaan, atau sesuai dengan jenis aset dasar sukuk tersebut. Sukuk tidak memiliki peringkat yang sama dengan perusahaan. Peringkat sukuk beragun aset dapat tidak berhubungan dengan peringkat penerbit melainkan menggunakan metodologi pemingkatan atas sekuritisasi yang aset dasar transaksi sekuritisasinya dipisahkan dari kreditur asal dan penguatan kredit dapat digunakan.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan mencerminkan besar kecilnya suatu perusahaan. Secara umum perusahaan besar diberi rating yang baik (*Investment Grade*) ditunjukkan pada *sales revenue turnover*, *total asset*, *total market value*, dan *total stake holder equity*. Rozi dan Sofie (2010) dalam Sudaryanti (2011) membuktikan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat risiko kebangkrutan sehingga berpengaruh terhadap rating.

Likuiditas

Kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban lancarnya secara

tepat waktu merupakan pengertian likuiditas. Brigham dan Houston (2015) menjelaskan bahwa rasio likuiditas menunjukkan hubungan antara kas serta aset lancar lainnya dengan kewajiban lancarnya perusahaan. Tingginya tingkat likuiditas menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga berpengaruh terhadap rating, hal ini dibuktikan oleh Burton dkk (2000) dalam Almilia dan Devi (2007).

Leverage

Seberapa jauh perusahaan didanai hutang atau pihak luar merupakan pengertian *leverage*. Rasio keuangan ini menggambarkan sejauh mana investor memanfaatkan uang pinjaman yang akan berbanding terbalik dengan peringkat sukuk sehingga *leverage* keuangan memiliki pengaruh negatif terhadap rating sukuk (Elhaj dkk., 2015). Jika, tingkat *leverage* tinggi pada perusahaan maka perusahaan tersebut juga memiliki risiko kredit yang tinggi.

Profitabilitas

Secara keseluruhan efektivitas manajemen diukur dengan profitabilitas yang merupakan besar kecilnya keuntungan perusahaan dalam hal penjualan dan investasi. Dalam Borhan dan Noryati (2018) profitabilitas yang diprosikan ROA memiliki pengaruh dalam memprediksi rating sukuk.

Corporate governance

Corporate Governance merupakan elemen utama untuk meningkatkan efisiensi ekonomis. Perusahaan memastikan dana investor

digunakan secara efisien sehingga bisa meminimalisasi risiko gagal bayar dengan cara memonitor kinerja manajemen untuk mengurangi biaya agensi (Melinda dan Marita, 2018). Memonitor kinerja manajemen bisa melalui peran dewan (*Board Size*) dan hal tersebut berpengaruh positif terhadap rating sukuk (Elhaj dkk., 2015).

Jenis sukuk

Jenis sukuk berdasarkan *Accounting and Auditing Organization of Islamic Financial Institutions (AAOIFI)* ialah sebagai berikut (Iqbal dan Mirakhor, 2008):

1. Sertifikat mudharabah;
2. Sertifikat ijarah merupakan kepemilikan aset yang disewakan;
3. Sertifikat kepemilikan hak guna berupa aset yang ada, layanan di masa depan yang sudah dideskripsikan, aset masa depan yang sudah dideskripsikan, dan layanan pihak tertentu;
4. Sertifikat musharakah;
5. Sertifikat muzaraah (bagi hasil panen);
6. Sertifikat musaqah (irigasi);
7. Sertifikat murabahah;
8. Sertifikat isthisna;
9. Sertifikat mugharasa (pertanian); dan
10. Sertifikat salam.

Hipotesis

- H1: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap rating sukuk
- H2: Likuiditas berpengaruh positif terhadap rating sukuk
- H3: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap rating sukuk

H4: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap rating sukuk.

H5: *Corporate governance* memiliki pengaruh positif terhadap rating sukuk.

H6: Terdapat pengaruh positif antara jenis sukuk terhadap rating sukuk

III. METODE PENELITIAN

Pendekatan yang digunakan penelitian ini ialah pendekatan kuantitatif yang instrumen pengumpulan dan analisis datanya bersifat kuantitatif atau berupa statistik dan dilakukan pengujian hipotesis yang ditetapkan sebelumnya. (Sugiyono, 2011)

Jenis Data, Populasi, dan Sampel

Penelitian memakai data sekunder yang diambil bukan dari sumber langsung diantaranya:

1. Data sukuk beredar tahun 2014 hingga Desember 2018 diperoleh dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia (BEI).
2. Data rating sukuk perusahaan korporasi yang diperingkat oleh PT. Pemingkat Efek Indonesia (PEFINDO).
3. Data *Annual Report* atau laporan keuangan perusahaan tahun 2014 hingga 2018 dari website perusahaan terkait ataupun dari BEI.

Populasi dalam penelitian ini ialah sukuk korporasi beredar di tahun 2014 – 2018 dan teknik *purposive sampling* sebagai berikut.

Tabel 1.
Kriteria sampel

No.	Ketentuan Sampel Sukuk	Jumlah Sukuk
1	Jumlah sukuk yang beredar periode 2014 – 2018	150
2	Sukuk yang diterbitkan	(46)

3	perusahaan keuangan Sukuk yang tidak diperingkat oleh PT. Pemeringkat Efek Indonesia	(21)
4	Sukuk yang tidak beredar selama 5 tahun berturut-turut (2014-2018)	(60)
5	Sukuk yang beredar selama 5 tahun berturut turut	23
Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian (23x5)		115

Tabel 2.
Operasional variabel

No.	Variabel dependen	Rumus
1	Rating sukuk	AAA = 7, A+ = 6, A = 5, A- = 4, BB+ = 3, BB = 2, dan D = 1.
No.	Variabel independen	Rumus
1	Ukuran Perusahaan (Ln Asset)	(Ln) Total Asset
2	Likuiditas (CR)	$\frac{Current Assets}{Current Liabilities}$
3	Leverage (DER)	$\frac{Total liabilities}{Total Equities}$
4	Profitabilitas (ROA)	$\frac{Total Net Income}{Total Assets}$
5	Corporate Governance (Board Size)	Σ Dewan Komisaris
6	Jenis Sukuk	Sukuk Ijarah = 1 Sukuk Mudharabah = 2

Teknik Analisis

Penggunaan Teknik analisis regresi ordinal mengacu pada penelitian sebelumnya oleh Sudaryanti dkk. (2011), Melinda dan Marita (2018) dan Ni'mah (2019). Analisis ini digunakan saat ketika variabel dependen memiliki respon lebih dari dua dengan skala kategorik kontinu berupa ordinal (ranking) tanpa melalui pengolahan asumsi klasik karena data bersifat nonlinier seperti uji heteroskedastisitas, auto korelasi, normalitas, dan multikolinieritas (Sudaryanti dkk., 2011).

Persamaan model probit (Permatasari, 2016):

$$\gamma^* = \chi\beta + \varepsilon$$

Keterangan:

γ^* = variabel respon kontinu

β = vektor parameter koefisien

χ = vector variabel bebas

ε = error yang diasumsikan N

Pada regresi ordinal model probit dilakukan pengkategorian terhadap secara ordinal sehingga diperoleh model sebagai berikut. (Permatasari, 2016).

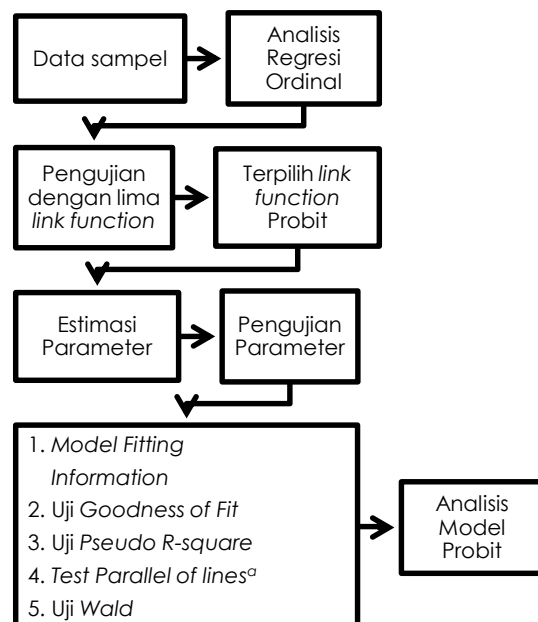
$$\rho(\gamma = 1) = \phi(\gamma_1 - \beta\tau\chi)$$

$$\rho(\gamma = 2) = \phi(\gamma_2 - \beta\tau\chi)$$

$$\rho(\gamma = i) = \phi(\gamma_i - \beta\tau\chi) - \phi(\gamma_i - 1 - \beta\tau\chi)$$

$$\rho(\gamma = k) = 1 - \phi(\gamma_c - 1 - \beta\tau\chi)$$

Di mana $Y = 1$ untuk kategori terendah dan $Y = k$ untuk kategori tertinggi. Dalam model probit menggunakan fungsi normal kumulatif. Fungsi transformasi dalam model probit ialah fungsi distribusi kumulatif (CDF) dari distribusi normal standar (Iban, 2017).



Gambar 1.
Analisis Model Probit

Tahapan pengujian pada model Regresi Logistik Ordinal dilakukan dengan

beberapa uji diantaranya adalah uji model *fitting information*, uji *goodness of fit*, uji koefisien determinasi, test of parallel lines, serta uji wald. Pengujian menggunakan SPSS (Statistical Product and Services Solution) versi 21 (for windows).

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Gambaran umum

Subjek penelitian ini ialah salah satu lembaga pemeringkatan efek di Indonesia, yaitu PT. Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO). Populasi penelitian ini ialah sukuk yang beredar di tahun 2014-2018, sedangkan teknik penelitian ini menggunakan *purposive sampling* dan didapatkan 115 sampel.

Statistik deskriptif

Tabel 3.
Statistik deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
LNASSET	115	28.228	34.939	31.88175	1.660418
DER	115	-44.963	25.012	1.82082	5.406024
CR	115	.152	2.663	.78786	.513327
ROA	115	-.102	.090	.00140	.036802
BZ	115	2.0	10.0	8.183	2.5047
Valid N	115				

Sumber: peneliti, data diolah

Berdasarkan tabel 3 diketahui bahwa Dari total 115 observasi rata-rata nilai ln asset adalah sebesar 31,88175. Standar deviasi sebesar 1,660418 menunjukkan nilai ini lebih kecil dari rata-rata maka variasi data ln asset kecil. Rata-rata nilai DER sebesar 1,82082 atau 182,082%. Standar deviasi 5,406024 menunjukkan nilai ini lebih besar dari rata-rata maka variasi DER besar. Rata-rata nilai CR sebesar 0,78786 atau 78%. Standar deviasi sebesar 0,513327 660418

menunjukkan nilai ini lebih kecil dari rata-rata maka variasi data CR kecil, Rata nilai ROA sebesar 0,00140 atau 0,14%. Standar deviasi 0,036802 menunjukkan nilai ini lebih besar dari rata-rata maka variasi ROA besar, Rata-rata nilai BZ sebesar 8,183. Standar deviasi BZ bernilai 2,5047 menunjukkan nilai ini lebih kecil dari rata-rata maka variasi data BZ kecil.

Model fitting information

Tabel 4.
Model fitting information

Model	-2 Log Likelihood	Chi-Square	Df	Sig.
Intercept Only	211.553			
Final	52.017	159.537	6	.000

Sumber: peneliti, data diolah

Tabel 4 menjelaskan jika model hanya memasukkan intersept saja menghasilkan nilai -2Log likelihood sebesar 211.553 dan jika variabel independen ukuran perusahaan, likuiditas, leverage, profitabilitas, corporate governance, dan jenis sukuk dimasukkan ke model, nilai -2log likelihood turun hingga menjadi 52, 017 dan chi-square menjadi 159,537. Penurunan ini signifikan pada 0,000 yang menunjukkan bahwa model dengan variabel independen memberikan akurasi yang lebih baik untuk memprediksi rating sukuk korporasi dibanding dengan model yang hanya intersept saja sehingga model ini menolak H0 dan menerima H1 dimana model fit jika memasukkan peubah bebas (variabel independen).

Goodness of fit

Uji ini dilakukan untuk melihat apakah model layak untuk digunakan atau tidak. Uji kebaikan model

menggunakan uji metode deviance sebagai berikut.

Tabel 5.
Goodness of fit

	Chi-Square	df	Sig.
Pearson Deviance	65.174	168	1.000
	50.395	168	1.000

Sumber: peneliti, data diolah

Hasil uji goodness of fit pada tabel 5 menunjukkan perhitungan dengan menggunakan nilai deviance dimana chi-square pada sukuk bernilai 50,395 dan nilai derajat bebas (df) sebesar 168 dan tingkat signifikansi sebesar 1,000. Semakin rendah nilai derajat bebas (df) maka antara data dengan model akan semakin cocok. Menurut hasil pengujian dengan tingkat signifikansi 1,000 pada nilai deviance sukuk berarti bahwa nilai $\geq 0,05$ ($\alpha \geq 5\%$) dapat dikatakan terdapat kecocokan antara data sampel sukuk dengan model regresi logistik yang digunakan atau model probit yang didapat layak digunakan.

Uji koefisien determinasi

Tabel 6.
Pseudo R-Square

Cox and Snell	.750
Nagelkerke	.889
McFadden	.746

Sumber: peneliti, data diolah

Nilai R^2 menjelaskan keeratan hubungan diantara variabel independen (X) dengan variabel dependen (Y). Uji koefisien determinan pada tabel pseudo r-square dapat dilihat pada nilai cox and snell. Pada tabel 6 diketahui bahwa nilai R^2 pada sukuk sebesar 0,750 untuk cox and snell yang berarti bahwa ada sebesar 0,250 ($1-0,750= 0,250$) determinan rating sukuk dipengaruhi variabel lain yang tidak

dimasukkan dalam model regresi ordinal dalam penelitian ini.

Test of parallel lines

Tabel 7
Test of Parallel lines

Model	-2 Log Likelihood	Chi-Square	df	Sig.
Null Hypothesis	52.017			
General	30.853	21.163	30	.883

Sumber: peneliti, data diolah

Nilai yang diinginkan dalam uji parallel lines ini adalah tidak signifikan yaitu $p > 0,05$. Hasil uji pada tabel 7 menunjukkan nilai $p > 0,05$ yaitu $0,883 > 0,05$ sehingga model cocok dan sesuai serta tidak perlu dilakukan pemodelan lagi.

Uji Wald

Tabel 8 berikut menyajikan hasil statistic uji Wald sampel pada sukuk. Statistik uji Wald dilihat pada tabel parameter estimates. Jika tingkat signifikansi pada variabel memiliki nilai $\leq 0,05$ ($\alpha \leq 5\%$) bisa dikatakan terdapat pengaruh antara variabel eksogen atau variabel independen (X) terhadap variabel dependen atau endogen (Y) secara individu.

Tabel 8.
Uji Wald

	Estimate	Std. Error	Wald	df	Sig.	
Threshold	[RATING = 1]	47.383	14.094	11.302	1	.001
	[RATING = 2]	47.960	14.104	11.563	1	.001
	[RATING = 3]	48.659	14.135	11.851	1	.001
	[RATING = 4]	50.102	14.262	12.342	1	.000
	[RATING = 5]	51.704	14.462	12.781	1	.000
	[RATING = 6]	54.905	14.713	13.927	1	.000
Location	LNASSET	1.576	.490	10.351	1	.001
	DER	.014	.025	.291	1	.590
	CR	-.974	.489	3.966	1	.046
	ROA	4.420	5.629	.617	1	.432
	BZ	.486	.227	4.584	1	.032
	[JENIS=1]	3.598	.775	21.542	1	.000
	[JENIS=2]	0 ^a	.	.	0	.

Sumber: peneliti, data diolah

Tabel 8 menunjukkan nilai estimates variabel ukuran perusahaan yang diproksikan ln asset sebesar 1,576 berarti ketika ln asset mengalami kenaikan 1 satuan, maka rating akan meningkat sebesar 1,576. Berikutnya ialah estimates variabel likuiditas yang diproksikan CR bernilai 0,974 memiliki arti jika CR mengalami kenaikan 1 satuan maka rating justru menurun sebesar -0,974. Estimates leverage yang diproksikan DER bernilai 0,014 memiliki arti bahwa jika DER mengalami kenaikan 1 satuan, maka rating meningkat sebesar 0,014. Estimates profitabilitas yang diproksikan dengan ROA bernilai 4,420 memiliki arti jika ROA mengalami kenaikan 1 satuan maka rating mengalami kenaikan sebesar 4,420. Estimates variabel corporate governance yang diproksikan ukuran dewan komisaris bernilai 0,486 memiliki arti jika ukuran dewan komisaris mengalami 1 satuan maka rating akan mengalami peningkatan sebesar 0,486. Estimates variabel jenis sukuk ijarah bernilai 3,598 maka artinya jika jenis sukuk ialah sukuk ijarah, rating akan mengalami peningkatan sebesar 3,598.

Berdasarkan uji wald pada tabel 4.8 diketahui terdapat empat variabel independen yang memiliki tingkat signifikansi $\leq 0,05$ ($\alpha \leq 5\%$). Variabel X tersebut adalah Ln Asset, CR, BZ, dan jenis sukuk Ijarah. Sedangkan terdapat tiga variabel X yang memiliki tingkat signifikansi $\geq 0,05$ ($\alpha \geq 5\%$). Variabel tersebut adalah DER, ROA dan jenis sukuk mudharabah.

Model

Berdasarkan persamaan 2 hingga 5 maka dapat dimasukkan variabel berdasarkan hasil dugaan model regresi ordinal. Persamaan model peluang sebagai berikut:

$$P(\gamma = D) = \phi [47,383 - (C)]$$

$$P(\gamma = BB) = \phi [47,960 - (C)] - \phi [47,383 - (C)]$$

$$P(\gamma = BB+) = \phi [48,659 - (C)] - \phi [47,960 - (C)]$$

$$P(\gamma = A-) = \phi [50,102 - (C)] - \phi [48,659 - (C)]$$

$$P(\gamma = A) = \phi [51,704 - (C)] - \phi [50,102 - (C)]$$

$$P(\gamma = A+) = \phi [54,905 - (C)] - \phi [51,704 - (C)]$$

$$P(\gamma = AAA) = 1 - \phi [54,905 - (C)]$$

C merupakan fungsi probit dengan persamaan sebagai berikut:

$$C = 1,576\chi_1 - 0,974\chi_2 + 0,014\chi_3 + 4,420\chi_4 + 0,486\chi_5 + (3,598 \text{ Sukuk Ijarah} + 0 \text{ Sukuk Mudharabah})$$

Ketepatan klasifikasi

Tabel 9. Ketepatan klasifikasi

	Predicted Response Category					Total
	D	A-	A	A+	AAA	
D	0	1	0	0	0	1
BB	1	0	0	0	0	1
BB+	1	0	0	0	0	1
A-	0	1	3	1	0	5
A	0	4	3	2	0	9
A+	0	0	0	13	0	13
AAA	0	0	0	0	85	85
Total	2	6	6	16	85	115

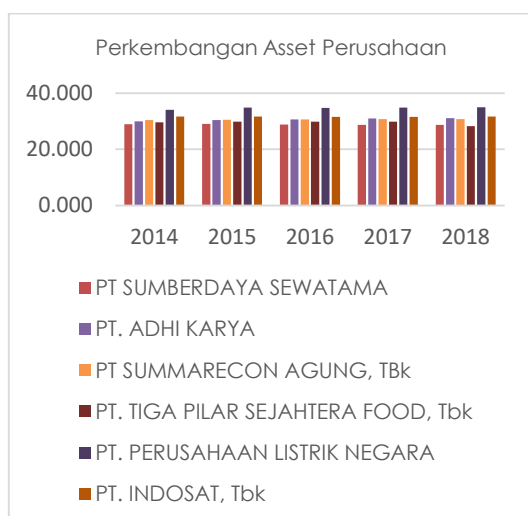
Sumber: peneliti, data diolah

Nilai yang digunakan untuk mengetahui seberapa baik model bisa memprediksi kategori disebut ketepatan klasifikasi (Permatasari, 2016). Berdasarkan hasil regresi logistik ordinal terdapat tiga belas klasifikasi yang tidak sesuai dengan sampel sehingga klasifikasi hasil Regresi

Logistik Ordinal yang sesuai sampel sebesar 102 (115-13) sehingga Akurasi Model Regresi Logistik Ordinal sebesar 88,70% ($102/115 \times 100\%$) yang berarti model regresi ordinal model probit ini mampu memprediksi klasifikasi rating sukuk korporasi di Indonesia secara tepat sebesar 88,70%

Pengaruh ukuran perusahaan terhadap rating sukuk

Ukuran perusahaan yang diprosikan dengan \ln Asset berpengaruh positif berdasarkan hasil Regresi Ordinal Logistik. Hasil Statistik Uji Wald model regresi logistik ordinal untuk sukuk pada variabel \ln Asset memiliki nilai koefisien sebesar 1,576 dan signifikan pada nilai 0,001 maka hubungan antara variabel \ln Asset terhadap probabilitas tinggi rendahnya rating sukuk korporasi adalah positif signifikan secara berbanding lurus, maka dalam hal ini H_1 diterima. Hasil ini konsisten dengan penelitian Pramesti (2017), Wisesa (2016), dan Sudaryanti dkk. (2011).



Sumber: peneliti, data diolah

Gambar 2.
Perkembangan Aset Perusahaan

Berdasarkan Gambar 2 terlihat bahwa setiap tahun aset perusahaan korporasi yang rating sukuknya menjadi sampel mengalami kenaikan cenderung tetap. Setiap kenaikan aset perusahaan maka menaikkan probabilitas rating sukuk korporasi. Ukuran perusahaan sangat memberikan pengaruh terhadap kinerja modal kerja perusahaan. Semakin besar total aset maka kinerja modal kerja semakin baik. Modal kerja perusahaan ialah selisih antara aktiva lancar di atas hutang lancar. Aset yang lebih besar berarti perusahaan memiliki modal kerja yang lebih banyak untuk digunakan dalam kegiatan usahanya dalam menghasilkan pendapatan. Selain itu, juga dapat digunakan untuk membiayai operasi perusahaan tanpa menunggu likuiditas atau dikenal dengan konsep modal kerja netto sehingga perusahaan akan mampu beropersi lebih efisien. Perusahaan yang besar juga lebih siap menyerap dampak pengaruh negatif ekonomi saat krisis sehingga peluang perusahaan tersebut untuk memberikan pembayaran kepada pemberi pinjaman masih besar karena perusahaan tersebut akan terlindungi bila terjadi penurunan nilai dari aktiva lancar. Selain risiko keuangan tersebut, PEFINDO juga mempertimbangkan risiko bisnis yang mana jika peluang perusahaan tersebut mengalami kebangkrutan yang besar maka rating bisa saja rendah. Kebangkrutan tersebut bisa diukur dengan

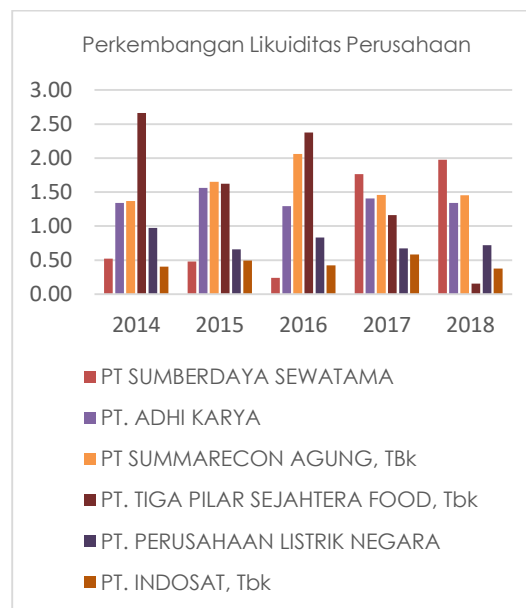
seberapa besar total aset yang dimiliki perusahaan, semakin besar total aset maka risiko kebangkrutan itu semakin kecil sehingga rating yang diberikan tinggi. Risiko industri juga bisa dinilai melalui total aset yang mencerminkan bahwa total aset yang besar menandakan bahwa pertumbuhan dan stabilitas industri sudah baik.

Pengaruh likuiditas terhadap rating sukuk

Likuiditas yang diukur dengan *Current Ratio* (CR), berpengaruh negatif berdasarkan hasil Regresi Ordinal Logistik. Hasil Statistik Uji Wald model regresi logistik ordinal untuk sukuk pada variabel memiliki nilai koefisien sebesar $-0,974$ dan nilai signifikansi sebesar $0,046$ maka hubungan antara CR terhadap probabilitas tinggi rendahnya rating sukuk korporasi adalah negatif signifikan. Hal ini berarti bahwa likuiditas perusahaan berpengaruh terhadap probabilitas tinggi rendahnya rating sukuk korporasi secara berbanding terbalik maka hal ini H2 ditolak. Hasil ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wisesa (2016), Kesuma (2018), Saputri dan Noven (2017), Arundina, dkk. (2015).

Berdasarkan gambar 3 terlihat bahwa setiap tahun aset perusahaan korporasi yang rating sukuknya menjadi sampel mengalami penurunan dan kenaikan yang tak menentu. Setiap kenaikan *current ratio* perusahaan maka menurunkan probabilitas rating sukuk korporasi. Hasil penelitian ini sama dengan dengan penelitian Pramesti (2017) dan Ni'mah (2019). Hasil negatif terjadi karena

data sampel menunjukkan walaupun terjadi penurunan *current ratio*, rating sukuk justru tinggi atau cenderung tetap. Hal ini mengindikasikan bahwa *current ratio* cenderung bukan variabel likuiditas yang dimaksud oleh PEFINDO dalam penilaian risiko keuangan di bidang perlindungan arus kas dan likuiditas.



Sumber: peneliti, data diolah

Gambar 3.
Perkembangan Likuiditas Perusahaan

Sukuk merupakan kewajiban jangka panjang sehingga perusahaan lebih berorientasi pembayaran jangka panjang. Widiastuti dan Rahyuda (2016) dalam Ni'mah (2019) menyatakan bahwa perusahaan membutuhkan cadangan aset lancar dari profit yang dihasilkan perusahaan.

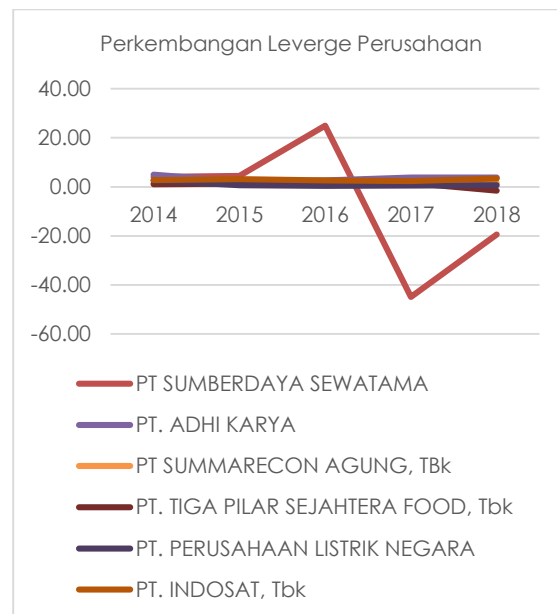
Pengaruh leverage terhadap rating sukuk

Leverage yang proksikan dengan *debt to equity ratio* (DER) tidak berpengaruh berdasarkan hasil Regresi Logistik Ordinal. Hasil Statistik Uji Wald model regresi logistik ordinal untuk sukuk pada variabel DER memiliki nilai koefisien

sebesar 0,014 dengan nilai signifikansi sebesar 0,590 maka hubungan antara variabel DER terhadap probabilitas tinggi rendahnya rating sukuk korporasi adalah positif tidak signifikan. Setiap kenaikan atau penurunan satu angka DER perusahaan tidak berpengaruh terhadap meningkat atau menurunnya probabilitas rating sukuk korporasi. Hal ini berarti bahwa *leverage* perusahaan tidak berpengaruh terhadap probabilitas tinggi rendahnya rating sukuk korporasi maka hal ini H3 ditolak. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian oleh Arundina dkk. (2015), Elhaj (2015), Melinda dan Marita (2016). Hasil penelitian ini sama dengan penelitian oleh Sudaryanti dkk. (2011) dan Wisesa (2016). Hasil ini menunjukkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap probabilitas rating sukuk karena selain keberhasilan dalam kinerja keuangan, semua analisisnya juga meliputi analisis perbandingan terhadap pesaing-pesaing sejenis dalam industri yang sama maupun industri itu sendiri dengan industri lain (Pefindo, 2019). Hal tersebut membuktikan bahwa penilaian risiko industri cukup berperan penting dalam penilaian rating sukuk.

Berdasarkan gambar 4 terlihat bahwa setiap tahun *leverage* perusahaan korporasi yang rating sukuknya menjadi sampel cenderung stagnan hanya satu perusahaan yang mengalami penurunan signifikan sehingga variasi data besar yang juga turut andil dalam hasil pengujian yang berpengaruh signifikan terhadap rating sukuk. Setiap kenaikan

atau penurunan *debt to equity ratio* perusahaan maka tidak berpengaruh terhadap meningkat atau menurunnya probabilitas rating sukuk korporasi.



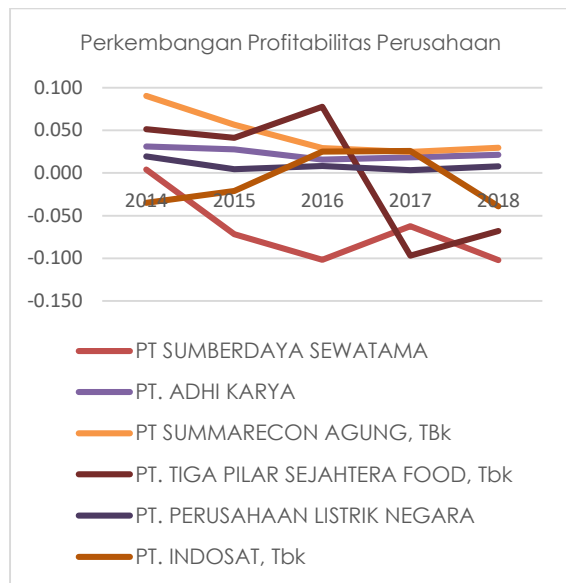
Sumber: peneliti, data diolah

Gambar 4.
Perkembangan Leverage Perusahaan

Pengaruh profitabilitas terhadap rating sukuk

Hasil regresi logistik ordinal menunjukkan bahwa profitabilitas yang diprosikan *return on asset (ROA)* tidak berpengaruh secara signifikan. Hasil Statistik Uji Wald model regresi logistik ordinal untuk sukuk pada variabel ini memiliki nilai koefisien sebesar 4,420 dan nilai signifikansi 0,432 sehingga hubungan antara variabel ROA terhadap probabilitas tinggi rendahnya rating sukuk korporasi adalah positif tidak signifikan. Setiap kenaikan atau penurunan satu angka ROA perusahaan tidak berpengaruh terhadap meningkat atau menurunnya probabilitas rating sukuk korporasi. Hal ini menunjukkan profitabilitas korporasi tidak memiliki pengaruh

terhadap probabilitas tinggi rendahnya rating sukuk maka hal ini H4 ditolak.



Sumber: peneliti, data diolah

Gambar 5.
Perkembangan Profitabilitas Perusahaan

Berdasarkan gambar 5 terlihat bahwa setiap tahun profitabilitas perusahaan korporasi yang rating sukuknya menjadi sampel mengalami penurunan dan kenaikan tidak menentu. Setiap kenaikan atau penurunan *return on asset* perusahaan tidak berpengaruh terhadap probabilitas tinggi rendahnya rating sukuk korporasi. Hasil dari pengujian menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan tidak hanya dinilai dengan tingginya rasio profitabilitas, akan tetapi juga struktur permodalan, kebijakan keuangan, fleksibilitas keuangan, serta perlindungan arus kas dan likuiditas (Pefindo, 2019). Walaupun secara keseluruhan kinerja keuangan baik, perlu diingat bahwa penilaian rating tidak hanya melalui penilaian risiko keuangan namun penilaian risiko bisnis dan penilaian industri juga turut andil memengaruhi rating sukuk korporasi. Penelitian ini sejalan

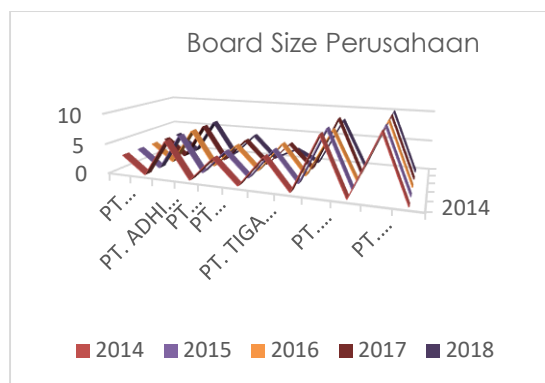
dengan penelitian Ni'mah (2019) yang menunjukkan perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini memiliki rata-rata ROA rendah dibandingkan dengan rata-rata CR dan DER sehingga tidak memengaruhi probabilitas tinggi rendahnya rating sukuk.

Hasil ini bertentangan dengan penelitian oleh Arundina dkk. (2015), Borhan dan Noryati (2018), Elhajj dkk. (2015), Pramesti (2017), Wisesa (2016), Kesuma (2018), Saputri dan Noven (2017). Hasil penelitian ini sama dengan penelitian oleh Winanti dkk. (2017), Sudaryanti dkk. (2011), dan Pranoto dkk. (2017). Pranoto, dkk. (2017) menyatakan bahwa tidak berpengaruhnya profitabilitas terhadap rating sukuk karena penilaian rating oleh PEFINDO juga melihat faktor lain seperti arus kas karena profitabilitas baik belum tentu arus kas baik.

Pengaruh corporate governance terhadap rating sukuk

Corporate governance yang diprosikan dengan ukuran dewan komisaris atau *board size* (BZ) berpengaruh signifikan positif berdasarkan hasil Regresi Ordinal Logistik. Hasil Statistik Uji Wald model regresi logistik ordinal untuk sukuk pada variabel BZ dengan nilai koefisien sebesar 0,486 dan nilai signifikansi sebesar 0,032 maka hubungan antara variabel BZ terhadap probabilitas tinggi rendahnya rating sukuk korporasi adalah positif signifikan secara berbanding lurus, maka dalam hal ini H5 diterima.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Elhaj (2015), Elhaj (2017), Melinda dan Marita (2018). Elhaj dkk. (2015) mengatakan bahwa ukuran dewan yang besar dapat membantu manajer perusahaan untuk secara efektif memenuhi misi perusahaan mereka dan mempertahankan reputasi terhadap yang baik dalam hal permodalan karena jumlah anggota dewan yang lebih tinggi dapat memberikan peran yang berbeda dalam mempertahankan kewajiban utang untuk mendapatkan rating sukuk yang lebih baik.



Sumber: peneliti, data diolah

Gambar 6.
Board Size Perusahaan

Berdasarkan Gambar 6 terlihat bahwa setiap tahun Board Size perusahaan korporasi yang rating sukuknya menjadi sampel cenderung stagnan. Setiap kenaikan ukuran dewan komisaris perusahaan maka menaikkan probabilitas rating sukuk korporasi. Sukuk Indosat dan PLN yang paling tinggi di sampel juga memiliki rating tinggi, sedangkan terlihat board size TPS food di tahun 2018 turun diikuti dengan penurunan rating sukuk TPS Food. Mengutip Damayanti dan Fitriyah (2013) dalam Yusuf (2017) bahwa teori agensi

menyatakan bahwa dewan komisaris ialah penanggung jawab dalam hal pengawasan tindakan manajemen, jumlah dewan komisaris semakin besar maka pengendalian tersebut semakin baik. Maka dari itu, ukuran dewan komisaris semakin besar akan berpengaruh terhadap rating sukuk yang semakin baik. Adanya dewan komisaris mengindikasikan kinerja perusahaan juga semakin baik dan memberikan pengaruh positif terhadap rating sukuk.

Pengaruh jenis sukuk terhadap rating sukuk

Jenis sukuk terdiri atas sukuk ijarah dan sukuk mudharabah. Sukuk ijarah berpengaruh positif berdasarkan hasil Regresi Logistik Ordinal. Hasil Statistik Uji Wald model regresi logistik ordinal untuk sukuk pada variabel Jenis sukuk adalah signifikan positif terhadap Sukuk ijarah dengan nilai koefisien sebesar 3,598 dan nilai signifikansi sebesar 0,000, sedangkan untuk Sukuk Mudharabah memiliki hasil yang tidak signifikan.

Hasil ini konsisten dengan penelitian Arundina dkk. (2015), Borhan dan Noryati (2018). Borhan dan Noryati (2018) menyatakan bahwa perusahaan yang menerbitkan sukuk ijarah cenderung mendapatkan peringkat yang lebih tinggi dari pada perusahaan yang menerbitkan sukuk musyarakah. Selain itu, ia menemukan bukti bahwa instrumen berbasis hutang seperti sukuk ijarah dan murabahah sangat dihargai dan bertingkat tinggi daripada instrumen berbasis kemitraan, seperti sukuk

musyarakah. Sebaliknya, instrumen berbasis kemitraan menimbulkan risiko tinggi lebih tinggi daripada instrumen berbasis hutang, membuatnya memiliki rating rendah.

V. SIMPULAN

Kesimpulan

Variabel ukuran perusahaan yang diproksikan dengan *ln asset*, *corporate governance* yang diproksikan dengan *board size* (ukuran dewan komisaris), serta jenis sukuk ijarah memiliki pengaruh signifikan positif, sedangkan likuiditas yang diproksikan *current ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap tinggi rendahnya probabilitas rating sukuk korporasi di Indonesia. Variabel *leverage* yang diproksikan dengan *debt to equity ratio*, profitabilitas yang diproksikan dengan *return on assets* dan sukuk mudharabah tidak berpengaruh signifikan terhadap probabilitas tinggi rendahnya rating sukuk korporasi di Indonesia. Ketepatan klasifikasi Model Regresi Logistik Ordinal sebesar 88,70% ($102/115 \times 100\%$).

Model menunjukkan faktor yang harus diberikan perhatian lebih adalah ukuran perusahaan, *corporate governance*, jenis sukuk, dan likuiditas karena memiliki pengaruh yang signifikan di antara semua variabel penelitian sehingga pengambilan kebijakan alangkah baiknya lebih ditujukan untuk mengantisipasi setiap perubahan pada ukuran perusahaan, *corporate governance*, jenis sukuk, dan likuiditas yang diproksikan dengan *ln asset*, ukuran

dewan, jenis sukuk, dan *current ratio* dalam penelitian ini.

Saran

Keterbatasan penelitian ini ialah determinan rating sukuk yang belum mencakup faktor eksternal seperti kondisi krisis. Penelitian hanya menggunakan sampel satu lembaga pemeringkat, yaitu PEFINDO sebaiknya semua agar hasil penelitian lebih komprehensif serta periode yang lama agar bisa menangkap dinamika waktu yang lebih Panjang.

DAFTAR PUSTAKA

- Almilia, L.S., & Devi, V. (2007). *Faktor-faktor yang memengaruhi prediksi peringkat obligasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Jakarta*. Proceeding Seminar Nasional Manajemen Universitas Kristen Maranatha Bandung, 3 November 2007.
- Arundina, T., Azmi, O., & Mira, K. (2015). The predictive accuracy of sukuk ratings; Multinomial logistic and neural network inferences. *Pacific-Basin Finance Journal*, 34, 273-292.
- Arundina, T., & Azmi, O. (2009). *Faktor penentu peringkat sukuk*. Buletin Ekonomi, Moneter, dan Perbankan. Bank Indonesia, Juli 2009.
- Borhan, N.A., & Noryati, A. (2018). Identifying the determinant of Malaysia corporate sukuk rating. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 11(3), 432-448.
- Brigham dan Houston. (2015). *Dasar-dasar manajemen keuangan edisi 11 buku 1*. Jakarta: Salemba Empat.
- Elhaj, M.A., Nurul, A.M., & Natasha M.R. (2015). The influence of corporate governance financial ratios and sukuk structure on sukuk rating. *Procedia Economics and Finance* 31, 62 – 74.
- Elhaj, M.A., Nurul, A.M., & Natasha M.R. (2017). The effect of board attributes on sukuk rating. *International Journal of Islamic and*

- Middle Eastern Finance and Management*, 11(2), 312-330.
- Fadil, Yusuf. (2017). *Pengaruh corporate governance, leverage, dan maturity terhadap rating sukuk*. Skripsi tidak diterbitkan. Jakarta: Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah.
- Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSNMUI/IX/2002 tentang obligasi syariah.
- Gumanti, T.A. (2009). Teori sinyal dalam manajemen keuangan. *Manajemen Usahawan Indonesia*, 38(6), 4-13.
- Iban, M. (2017). *Perbandingan regresi logistic ordinal model logit dan model probit pada analisis pengaruh factor ibu terhadap Bayi Berat Lahir Rendah (BBLR)*. Skripsi tidak diterbitkan. Surabaya: Universitas Airlangga.
- International Islamic Financial Market. (2019). *A Comprehensive study of the global sukuk market July 2019th Edition*. Manama: IIFM.
- Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2008). *Pengantar keuangan Islam: Teori dan praktik*. Jakarta: Kencana.
- Kementerian Agama Republik Indonesia. *Al-Quran*. Jakarta: Kementerian Agama Republik Indonesia
- Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No. KEP-130/BL/2006.
- Kesuma, Yogi Nantha Braja. (2018). *Pengaruh rasio keuangan terhadap peringkat sukuk korporasi perusahaan (Studi empiris pada perusahaan yang terdaftar di BEI sesuai pemeringkatan PT. Pefindo pada tahun 2014-2016)*. Skripsi tidak diterbitkan. Yogyakarta: Universitas Islam Indonesia.
- Kromidha, E., & Matthew, C. (2019). Determinants of leadership in online social trading: A signalling theory perspective. *Journal of Business Research*, 97(C), 184-187.
- Melinda, D., & Marita, K.W. (2018). Faktor-Faktor yang memengaruhi peringkat sukuk pada perusahaan penerbit sukuk di bursa efek Indonesia. *Kompartemen: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 27(2), 69-90.
- Ni'mah, Afifatun. (2019). *Pengaruh profitabilitas, likuiditas, leverage, ukuran perusahaan, struktur efek, dan umur sukuk terhadap peringkat obligasi dan sukuk korporasi*. Skripsi tidak diterbitkan. Surabaya: Universitas Airlangga.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan 18/POJK.04/2015 tentang penerbitan dan persyaratan sukuk
- Permatasari, D. L. (2016). *Pemodelan ketahanan pangan di Indonesia dengan pendekatan regresi probit ordinal*. Skripsi tidak diterbitkan. Surabaya: Institut Teknologi Sepuluh Nopember.
- Pramesti, W. (2017). Analisis pemeringkatan sukuk: Perspektif keuangan. *BISNIS: Jurnal Bisnis dan Manajemen Islam*, 5(1), 93-110.
- Pranoto, G.E., Ratna, A., & Erika T. (2017). Pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, produktivitas, dan reputasi auditor terhadap peringkat sukuk. *Jurnal Ilmiah Wahana Akuntansi*, 12(1), 13-27.
- Rokhlinasari, S. (2015). Teori-teori dalam pengungkapan informasi corporate social responsibility perbankan. *Jurnal Kajian Ekonomi dan Perbankan Syariah*, 7(1), 1-11.
- Rozi, F., & Sofie. (2010). Analisis faktor-faktor yang memengaruhi prediksi peringkat obligasi syariah (Sukuk). *Jurnal Akuntansi Islam*, 1(1).
- Safitri, T.A. (2013). Asimetri informasi dan Underpricing. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 4(1), 1-9.
- Saputri, D.A., & Noven, S. (2017). Faktor-faktor keuangan yang memengaruhi rating sukuk dengan menggunakan model regresi multinomial logistik. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*, 5(6), 433-447.
- Sudaryanti, N., Akhmad, A.M., & Ries, W. (2011). Analisis determinan peringkat sukuk dan peringkat obligasi di Indonesia. *TAZKIA Islamic Finance & Business Review*, 6(2), 105-137.
- Sugiyono. (2011). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Surat Edaran Otoritas Jasa Keuangan 37/SEOJK.03/2016 tentang

- lembaga pemeringkatan dan peringkat
- Taj, S.A. (2016). Application of signaling theory in management research: Addressing major gaps in theory. *European Management Journal*, 34(4) 338-348.
- Tensia, K.O, Rizal Y., & Edi, S. (2015). Variabel-variabel yang dapat memengaruhi peringkat obligasi (Studi kasus perusahaan non keuangan dan non jasa yang terdaftar di bursa efek Indonesia). *Jurnal Bisnis Teori dan Implementasi*, 6(2), 184-206.
- Winanti, E., Siti N., & Kartika H. T. (2017). Pengaruh rasio likuiditas, rasio produktivitas, rasio profitabilitas, dan rasio solvabilitas terhadap peringkat sukuk. *Jurnal Akuntansi dan Pajak*, 18(1), 130-139.
- Wisesa, D.P. (2016). Analisa faktor-faktor yang memengaruhi peringkat sukuk (Studi kasus pada perusahaan penerbit sukuk non keuangan). Skripsi tidak diterbitkan. Jakarta: Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah.