

## PENGARUH RASIO LEVERAGE, CORPORATE GOVERNANCE, PERSISTENSI LABA TERHADAP SUKUK RATING DAN IMPLIKASINYA PADA RISIKO DEFAULT

Dini Lestary<sup>1\*</sup>, Citra Sukmadilaga<sup>2</sup>, Indri Yuliafitri<sup>3</sup>

<sup>1,2,3</sup>Universitas Padjadjaran, Bandung

---

### ABSTRACT

**Introduction:** This research aims to analyse the impact of leverage ratio, corporate governance, and earning persistence toward sukuk rating and implication to the default risk. **Background Problems:** The Islamic capital market has developed so that it has a considerable influence on the growth of an Islamic-based economic system in Indonesia. One of the securities traded in this market is sukuk. One of the factors that support the development of sukuk and bonds is the existence of a credible rating. Sukuk rating is very helpful for investors who want to invest in sukuk, so that investors will know the return obtained along with the risks borne. **Research Methods:** The method used in this research is quantitative descriptive method. The population in this study are all companies that issue outstanding sukuk which are rated by PT. PEFINDO and published annual reports from 2011 to 2017, as many as 12 companies. And 12 companies have outstanding sukuk 21 sukuk multiplied by 7 (seven) years so 147 are observed. Data analysis techniques are path analysis to answer problems related to the impact of leverage ratio, corporate governance, and earning persistence toward sukuk rating and implication to the default risk. **Results:** Based on the result of statistical test, it concludes that earning persistence and corporate governance is significant positively related to sukuk rating. While rasio leverage is significant negatively related to sukuk rating. Furthermore, sukuk rating is significant negatively related to default risk. **Conclusion:** Sukuk rating is influenced by earnings persistence, corporate governance, leverage ratio and sukuk rating.

---

### ARTICLE INFO

Article History:  
Received September 7<sup>th</sup>  
2020  
Received in revised from  
September 7<sup>th</sup> 2020  
Accepted September 27<sup>th</sup>  
2020

Keywords:  
sukuk rating, default risk,  
leverage ratio, earning  
persistence, and corporate  
governance.

---

\* Corresponding Author; E-mail address: Lee.dinilestary10@gmail.com

## PENDAHULUAN

Beberapa dekade terakhir ini, pasar modal syariah mengalami perkembangan sehingga memiliki pengaruh yang cukup besar terhadap pertumbuhan sistem ekonomi berbasis Islam di Indonesia. Sistem ini menerapkan prinsip syariah dan tatanan perekonomian yang tidak bertentangan dengan hukum-hukum Islam. Hal ini menguntungkan terutama bagi penduduk Indonesia yang mayoritas beragama Islam. Sehingga bagi penduduk muslim Indonesia yang ingin berinvestasi tanpa khawatir atas kehalalan proses investasi karena semua aktivitas tersebut telah disesuaikan dengan prinsip syariah dan tetap berada pada koridor ajaran agama Islam. Sekuritas yang diperdagangkan di pasar modal banyak macamnya, salah satunya adalah obligasi dan *sukuk*.

Secara kumulatif per tahun 2016 jumlah *Sukuk* Korporasi yang diterbitkan telah mencapai 102 *Sukuk* dengan total nilai emisi *Sukuk* mencapai Rp20,42 triliun. Ditinjau dari nilai nominal *Sukuk* Korporasi *outstanding*, sampai akhir Desember 2016 sebesar Rp11,88 triliun atau meningkat sebesar 19,96%. Ada dua jenis akad *Sukuk* Korporasi di Indonesia yaitu akad *ijarah* dan *mudharabah*. Dari 53 *Sukuk* korporasi yang *outstanding* saat ini, terdapat 35 *Sukuk* Korporasi (66,04%) yang menggunakan akad *ijarah* dan 18 *Sukuk* Korporasi (33,96%) menggunakan akad *mudharabah* dengan nilai mencapai Rp5,53 triliun (46,62%) untuk *ijarah* dan Rp6,34 triliun (53,38%) untuk *mudharabah*. Dengan meningkatnya minat investor terhadap *sukuk* maka diperlukan lembaga pemeringkat untuk memberikan rasa aman terhadap investor dan mengurangi risiko di masa yang akan datang.

Disamping perkembangan ini juga perlu diperhatikan risiko yang terdapat pada *sukuk*. Prinsip-prinsip syariah yang melandasi *sukuk* tidak menjadikan *sukuk* sebagai instrumen yang bebas risiko. Konsep risiko tetap ada pada setiap aktivitas yang dijalankan manusia. Salah satunya adalah risiko *default* (gagal bayar). Sejak awal berkembangnya *sukuk* baik lingkup global maupun dalam negeri, beberapa *sukuk* pernah mengalami gagal bayar salah satunya adalah *sukuk* yang dikeluarkan oleh Dubai World di tahun 2009 yaitu *nakheel sukuk*. Begitu juga dengan *sukuk* yang dikeluarkan oleh Malaysia. Malaysia merupakan pasar *Sukuk* terbesar di dunia dan salah satu yang telah memainkan peran utama dalam pengembangan pasar modal Islam Malaysia (IIFM, 2013). Namun, insiden gagal *Sukuk* telah meningkat berdasarkan penelitian yang telah dilakukan oleh Aziz (2010), Khnifer (2010), Boey (2013) dan Wijnbergen dan Zaheer (2013), Elhaj (2015), Halim et al. (2017), Klein dkk. (2017), Smaoui dan Khawaja (2017), Ariff dkk. (2018) dan Borhan dan Ahmad (2018) di negara Malaysia.

Sedangkan di Indonesia, risiko *default* yang terjadi pada *Sukuk* Berlian Laju Tanker Tbk (BLTA). Januari 2012, PT Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo) menurunkan peringkat emiten Berlian Laju Tanker dari sebelumnya BBB- menjadi CCC hingga pada akhir bulan Februari 2012 PT Berlian Laju Tanker Tbk menyatakan kondisi gagal bayar dari idCCC menjadi idSD. PT Berlian Laju Tanker Tbk menyatakan kondisi gagal bayar untuk beberapa utang yang dimiliki perusahaan termasuk *sukuk ijarah* Berlian Laju Tanker I tahun 2007 dan *sukuk ijarah* Berlian Laju Tanker II tahun 2009 seri A dan seri B. Selain itu, obligasi Tiga Pilar yang gagal bayar, yaitu Obligasi I/2013 dan Sukuk Ijarah I/2013 mendapat rating A- pada penerbitannya oleh Pefindo, lalu naik menjadi A pada tahun 2016 lalu. Namun, pada Juli 2018 *sukuk* PT. Tiga Pilar Sejahtera Food, Tbk mengalami *default* pada *sukuk ijarah* series I/2013 dan series II/2016 dengan rating D.

Hamid (2014) mengatakan risiko *default* merupakan bagian dari elemen risiko perusahaan dan menunjukkan ketidakmampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban utang mereka. Risiko *default* biasanya dapat diidentifikasi dari peringkat utang perusahaan atau *rating sukuk* (Elhaj, 2015; Hamid, 2014; Ahmed, 2014; Zakaria, 2012; Huang et al, 2004). Sehingga salah satu faktor yang mendukung perkembangan *sukuk* dan obligasi adalah adanya *rating* atau peringkat yang kredibel. Seorang investor yang akan berinvestasi pada *sukuk* pasti akan

memperhatikan *rating* dari *sukuk* tersebut. *Rating sukuk* sangat membantu para investor yang ingin berinvestasi dalam bentuk *sukuk*, sehingga investor akan mengetahui *return* yang diperoleh beserta risiko yang ditanggung.

Tentunya untuk menentukan *rating* atau peringkat pada suatu perusahaan dibutuhkan pemeringkat yang independen. Tetapi pada krisis tahun 1997 menurut Masyita (2015) pada saat itu lembaga pemeringkat sangat diragukan, karena hingga sehari sebelum Thailand mengalami krisis, lembaga pemeringkat memberikan peringkat AAA pada Thailand, tetapi keesokan harinya mereka menurunkan peringkatnya. Turunnya nilai peringkat ini menimbulkan masalah baru, yaitu perusahaan dana investasi menjual kepemilikan mereka atas perbankan yang memiliki *rating* rendah sehingga dalam waktu singkat harga saham sektor perbankan turun drastis. Hal tersebut terjadi karena adanya konflik kepentingan (*conflict of interest*) dari lembaga pemeringkat. Dimana seharusnya lembaga pemeringkat menjadi lembaga kredibel dan independen dalam menilai peringkat suatu investasi, sehingga menjadi tolak ukur dalam menginvestasikan dana investor dan menggambarkan risiko dari investasi untuk pengambilan keputusan. Namun disisi lain lembaga pemeringkat terbentur pada kepentingan lainnya, yaitu memperoleh keuntungan demi mencapai tujuan bisnis suatu lembaga. Hal ini menyebabkan keputusan investor menjadi tidak tepat atau tidak sesuai dengan kondisi sebenarnya.

Menurut Brealey dan Myers (2003) asymmetric information theory adalah "a fancy term indicating that managers know about their companies' prospects, risk, and values than do outside." Brealey dan Myers mengemukakan bahwa manajer mempunyai pengetahuan yang lebih luas daripada investor. Menurut Hanafi (2014), mengatakan bahwa konsep signaling dan asimetri informasi berkaitan erat, teori asimetri mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan, pihak tertentu mempunyai informasi lebih baik dibandingkan dengan pihak luar. Implikasi teori asymmetric information adalah perusahaan yang menerbitkan sukuk mempunyai informasi yang lebih mengenai prospek dan risiko yang dihadapi perusahaan. Keadaan ini memungkinkan manajer menggunakan informasi yang diketahuinya untuk mengambil keputusan, khususnya keputusan investasi atau pendanaan perusahaan.

Triyuwono (2007) membagi golongan para pemangku kepentingan dalam *Shariah Enterprise Theory* (SET) menjadi tiga. Pertama, Allah. Allah merupakan pihak paling tinggi dan menjadi satu-satunya tujuan hidup manusia. *Stakeholder* kedua adalah manusia. Di sini dibedakan menjadi dua kelompok, yaitu *direct-stakeholders* dan *indirect-stakeholders*. *Direct-stakeholders* adalah pihak-pihak yang secara langsung memberikan kontribusi pada perusahaan, baik dalam bentuk kontribusi keuangan (*finansial contribution*) maupun non-keuangan (*non-finansial contribution*). Sementara, yang dimaksud dengan *indirect-stakeholders* adalah pihak-pihak yang sama sekali tidak memberikan kontribusi kepada perusahaan (baik secara keuangan maupun non-keuangan), tetapi secara syariah mereka adalah pihak yang memiliki hak untuk mendapatkan kesejahteraan dari perusahaan, seperti fakir miskin dan kaum dhuafa. Golongan *stakeholder* terakhir adalah alam. Alam adalah pihak yang memberikan kontribusi bagi mati-hidupnya perusahaan sebagaimana pihak Allah dan manusia. Syariah *Enterprise* diharapkan dalam melaksanakan aktivitas bisnis lembaga pemeringkat memiliki kesadaran bahwa mereka tidak hanya bertanggung jawab kepada *stakeholder* melainkan juga kepada Allah SWT. Penerapan prinsip *syariah enterprise theory* pada lembaga pemeringkat akan mampu mengurangi risiko investasi dan membantu investor dalam mengambil keputusan secara tepat. Dikarenakan manajemen akan mematuhi prinsip-prinsip yang telah ditetapkan. Sehingga hasil penetapan *rating* menjadi tolak ukur investor yang kredibel.

*Leverage* keuangan adalah sejauh mana investor memanfaatkan uang pinjaman. *Leverage* keuangan juga dikenal sebagai rasio hutang dan dihitung sebagai "Total hutang dibagi dengan

total aset" (Dhaliwal *et al*, 1991; Huang *et al.*, 2004; Vassalou and Xing, 2004). Oleh karena itu, *leverage* keuangan diharapkan berbanding terbalik dengan peringkat obligasi. Studi sebelumnya menemukan bukti campuran mengenai pengaruh *leverage* keuangan terhadap hubungan antara rasio keuangan, hasil *sukuk* dan peringkat *sukuk*. *Leverage* keuangan secara signifikan berkorelasi negatif dengan penilaian *rating* (Ashbaugh-Skaife, dkk., 2006). Menurut penelitian Yohanes (2012) variabel rasio keuangan yang diukur dengan *leverage* berpengaruh signifikan terhadap variabel *rating* obligasi. Menurut Brugham dan Houston (2001) semakin tinggi rasio *leverage* dengan proksi *debt ratio* semakin berisiko perusahaan, karena semakin tinggi biaya tetapnya yaitu berupa pembayaran bunga. Sementara pada penelitian Magreta dan Nurmayanti (2009) *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *rating* obligasi. Dan Purwaningsih (2013) menunjukkan bahwa *leverage* keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.

Ashbaugh-Skaife dkk. (2006) menemukan koefisien pada *Board of directors* (BOD) independen positif dan signifikan pada tingkat konvensional. Hasil ini juga konsisten dengan Bhojraj dan Sengupta (2003) yang menemukan bahwa perusahaan dengan proporsi yang lebih besar *Board of directors* (BOD) independennya memiliki peringkat obligasi yang lebih tinggi. Grassa (2016) melaporkan bahwa peringkat kredit berhubungan positif dengan *Board of directors* (BOD) independen. Dari hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar kemampuan dewan untuk memberikan pengawasan manajemen yang independen, semakin baik peringkat kredit. Independensi dewan mencerminkan proporsi anggota dewan independen kepada anggota dewan keseluruhan. Bhojraj dan Sengupta (2003) juga melaporkan bahwa perusahaan dengan persentase yang lebih tinggi dari direktur independen pada struktur memiliki *rating* yang lebih tinggi pada masalah utang.

Altwijry (2015) menguji pengaruh beberapa mekanisme tata kelola perusahaan pada peringkat obligasi yang tidak konvensional. Penemuannya menunjukkan bahwa direktur non-eksekutif yang independen secara signifikan berkontribusi pada peringkat obligasi yang lebih baik. Sementara dewan direksi memainkan peran penting dalam memantau manajer, karakteristik dewan sangat penting dalam memastikan efektivitas tugas pemantauan manajemen ini. Karena dewan dapat mencakup gaya dan struktur yang berbeda, kemandirian dewan merupakan salah satu aspek terpenting untuk memungkinkan pemantauan yang efektif, karena anggota dewan independen bebas untuk menjalankan peran mereka.

Lei dan Song (2013) meneliti apakah GCG memengaruhi nilai perusahaan *tobin's Q* dan MBV di Hongkong. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa semakin tinggi skor GCG yang dimiliki semakin tinggi pula nilai pasar. Hal ini menunjukkan pengelolaan perusahaan semakin bagus serta diikuti dengan semakin baik pula peringkat obligasi yang diterima.

Menurut penelitian Rasyid dan Joice (2013) menunjukkan mekanisme GCG untuk proksi komite audit dan kualitas audit secara signifikan berpengaruh positif pada peringkat obligasi. Selain itu penelitian yang dilakukan oleh Alali *et al.* (2012) dan Sari (2016) menemukan bahwa tata kelola perusahaan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap peringkat obligasi.

Nichols dan Wahlen (2004) menyatakan bahwa teori tentang angka laba akuntansi yang mengarah pada persistensi laba tergantung pada tiga asumsi. *Pertama*, teori mengasumsikan bahwa laba (atau lebih luas lagi laporan keuangan) memberikan informasi kepada para pemegang saham tentang profitabilitas saat ini dan ekspektasi periode mendatang. *Kedua*, teori mengasumsikan bahwa profitabilitas saat ini dan periode mendatang memberikan informasi kepada para pemegang saham tentang dividen saat ini dan periode mendatang. *Ketiga*, teori mengasumsikan bahwa harga saham sama dengan nilai sekarang (*present value*) dari ekspektasi dividen periode mendatang.

Parawiyati dan Baridwan (1998) menguji hubungan laba dan arus kas dalam memprediksi laba dan arus kas masa mendatang dan menguji variabel setelah dilakukan penyesuaian dengan

faktor deflator. Dengan menggunakan model regresi yang berbeda, hasil pengujiannya menunjukkan laba merupakan prediktor yang lebih baik daripada arus kas dalam memprediksi laba dan arus kas. Pada penelitian Zurohtun (2013) menunjukkan bahwa semakin persisten laba perusahaan pada satu periode akan meningkatkan peringkat obligasi, hal ini dikarenakan perusahaan memiliki stabilitas arus kas ekspektasi di masa depan, sehingga menurunkan risiko gagal bayar.

Risiko *default* biasanya dapat diidentifikasi dari peringkat utang perusahaan atau dari proporsi keberadaan utang dalam struktur modal. Kompleksitas pasar keuangan dan keberagaman peminjam telah berkembang dari waktu ke waktu, para investor dan regulator telah meningkatkan ketergantungan mereka pada pendapat lembaga pemeringkat kredit. Peringkat kredit digunakan di pasar keuangan di sebagian besar negara maju serta di negara-negara pasar berkembang. Peringkat kredit adalah suatu proses untuk menilai kemungkinan pembayaran tepat waktu dari pokok dan bunga / laba selama jangka waktu hutang tertentu. Peringkat tersebut dinilai menjadi dua kategori *investment grade* dan *non-investment grade*. Obligasi atau *Sukuk* peringkat yang diberikan oleh semua lembaga pemeringkat dimaksudkan untuk menunjukkan kemungkinan *default*. Untuk membantu investor obligasi dan *sukuk* dalam membuat penilaian mereka tentang prospek pembayaran masa depan dari masalah obligasi dan *sukuk* tertentu, layanan peringkat seperti *Standard & Poor's*, *Moody Investors Services* dan PT. Pefindo menilai kualitas berbagai obligasi dengan mengukur risiko *default*.

Hamid (2014) membuktikan bahwa *Sukuk* rating berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. Sehingga semakin rendahnya risiko *default* menyebabkan semakin tingginya peringkat *sukuk* dan menunjukkan kinerja perusahaan yang lebih baik. Hal Ini menyiratkan bahwa kelayakan kredit dan kemampuan untuk memenuhi kewajiban utang sangat penting bagi setiap perusahaan.

Tarlan (2016) mengungkapkan pengukuran risiko merupakan hal yang sangat penting mengingat hal ini berkenaan dengan investasi dana yang cukup besar. Pengukuran risiko dilakukan agar risiko berada pada tingkatan yang terkendali sehingga dapat mengurangi kerugian berinvestasi. Risiko yang terukur dapat mengurangi peluang kerugian yang mungkin akan ditanggung oleh investor.

Tingkat *default* sangat rendah untuk obligasi berperingkat lebih tinggi, dan meningkat ketika peringkat obligasi menurun. Semakin tinggi peringkat, semakin kecil jumlah masalah yang selanjutnya akan menjadi *default*. Dengan peringkat yang lebih rendah, persentase *default* meningkat secara dramatis. Dengan demikian, premi bawaan melebar saat peringkat menurun (Zakaria, 2012).

Berdasarkan latar belakang di atas dan mengacu pada hasil penelitian sebelumnya mendorong penulis untuk melakukan penelitian lanjutan apa yang menjadi dasar berpengaruhnya *rating sukuk* pada perusahaan yang menerbitkan *sukuk*. Dengan judul penelitian "Pengaruh Rasio *Leverage*, *Corporate Governance*, Persistensi Laba Terhadap *Sukuk Rating* dan Implikasinya pada Risiko *Default*".

## METODE

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian deskriptif kuantitatif. Data yang digunakan adalah data sekunder yaitu, pada data perkembangan *sukuk* dan Indonesia *Bond Market Directory* oleh OJK dan laporan tahunan perusahaan yang menerbitkan *sukuk* pada tahun 2011-2017.

Variabel dalam penelitian ini ada tiga, yaitu variabel bebas atau variabel independen, variabel terikat atau dependen dan variabel intervening. Variabel intervening (Y) pada penelitian ini adalah *Sukuk Rating* yang berimplikasi terhadap *Risiko Default* (Z) sebagai variabel dependen. Sedangkan variabel independen pada penelitian ini adalah *Persistensi Laba* (X<sub>1</sub>), *Rasio Keuangan* (X<sub>2</sub>), dan *Corporate Governance* (X<sub>3</sub>).

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang menerbitkan *sukuk* yang beredar yang di *rating* oleh PT. PEFINDO dan mempublikasikan laporan tahunan dari mulai tahun 2011 sampai dengan tahun 2017, yaitu sebanyak 12 Perusahaan. Dan 12 perusahaan memiliki sukuk yang beredar 21 sukuk dikali 7 (tujuh) tahun sehingga 147 yang diobservasi. Berdasarkan uraian di atas dapat dilihat pada Tabel 3.4 Populasi Penelitian.

Tabel 1. Populasi Penelitian

No	Nama Perusahaan	Kode Sukuk
1	Adhi Karya (Persero), Tbk. (ADHI)	ADHISM1CN1
		ADHISM1CN2
2	Adira Dinamika Multi Finance, Tbk. (ADMF)	SMADMF01BCN1
		SMADMF01CCN1
3	PT. Aneka Gas Industri (AGII) Tiga Pilar Sejahtera Food, Tbk. (AISA)	SIAGII02
		SIAISA01
5	Bank Muamalat Indonesia (BBMI)	BBMISMSB1CN1
		BBMISMSB1CN2
6	Berlian Laju Tanker, Tbk (BLTA)	SIKBLTA02A
		SIKBLTA02B
7	Bank Nagari (BSBR)	SMKBSBR01
8	Indosat, Tbk. (ISAT)	SIKISAT04B
		SIISAT05
9	Mayora Indah, Tbk. (MYOR) Perusahaan Listrik Negara (Persero) (PPLN)	SMKMYOR02
		PPLN08C
10		SIKPPLN01
		SIKPPLN03A
		SIKPPLN03B
		SIKPPLN04B
11	Summarecon Agung, Tbk. (SMRA)	SISMRA01CN1
12	PT. Sumberdaya Sewatama (SSMM)	SISSMM01
Total Sukuk		21 Sukuk

Sumber: OJK, 2017

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini ialah *path analysis* (analisis jalur) merupakan perluasan dari analisis regresi linier berganda atau analisis jalur adalah penggunaan analisis regresi untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel (*model causal*) yang telah ditetapkan sebelumnya berdasarkan teori (Ghozali, 2016). Teknik analisis jalur ini akan digunakan dalam menguji besarnya sumbangan (kontribusi) yang ditunjukkan oleh koefisien jalur pada setiap digram jalur dari hubungan kausal antar variabel  $X_1$ ,  $X_2$ , dan  $X_3$  terhadap  $Y$  serta dampaknya kepada  $Z$ .

Berdasarkan model penelitian yang di gunakan dalam penelitian ini yaitu model analisis regresi data panel dan analisis jalur, dimana kedua model tersebut akan di gabungkan menjadi satu kesatuan, maka model regresi yang di gunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Model I} \quad & Y = a + \beta X_1 + \beta X_2 + \beta X_3 + e_1 \\ \text{Model II} \quad & Z = a + \beta Y + \beta X_1 + \beta X_2 + \beta X_3 + e_2 \end{aligned}$$

**Keterangan:**Y = *Sukuk Rating*

a = Konstanta

 $\beta$  = koefisien regresiX<sub>1</sub> = *Persistensi Laba*X<sub>2</sub> = *Rasio Leverage*X<sub>3</sub> = *Corporate governance*e = *error*

Ha1 : *Persistensi laba berpengaruh positif terhadap Sukuk Rating di Indonesia tahun 2011-2017*

H01 : *Persistensi laba tidak berpengaruh positif terhadap Sukuk Rating di Indonesia tahun 2011-2017*

Ha2 : *Rasio leverage berpengaruh negatif terhadap Sukuk Rating di Indonesia tahun 2011-2017*

H02 : *Rasio leverage tidak berpengaruh negatif terhadap Sukuk Rating di Indonesia tahun 2011-2017*

Ha3 : *Corporate governance berpengaruh positif terhadap Sukuk Rating di Indonesia tahun 2011-2017*

H03 : *Corporate governance tidak berpengaruh positif terhadap Sukuk Rating di Indonesia tahun 2011-2017*

Ha4 : *Sukuk Rating berpengaruh negatif terhadap Risiko Default di Indonesia tahun 2011-2017*

H04 : *Sukuk Rating tidak berpengaruh negatif terhadap Risiko Default di Indonesia tahun 2011-2017*

**PEMBAHASAN**

Analisis statistik deskriptif dalam penelitian ini bertujuan untuk mengetahui gambaran dari variabel penelitian, yaitu *Persistensi Laba (X1)*, *Rasio Leverage (X2)*, *Corporate Governance (X3)*, *Sukuk Rating (Y)*, dan *Risiko Default (Z)*. Analisis statistik deskriptif dalam penelitian ini disajikan dalam bentuk tabel dan grafik.

Untuk menginterpretasikan hasil statistik deskriptif adalah dengan melihat nilai mean, median, maximum, minimum, serta standar deviasi yang dicapai oleh sukuk. Hal ini dapat ditunjukkan pada Tabel 4.1 yaitu sebagai berikut:

Tabel 2 Hasil Analisis Deskriptif

Statistics	X1	X2	X3	Y	Z
Mean	-1.108	0.662	0.619	12.102	-0.578
Median	0.190	0.667	0.586	12	-0.611
Maximum	9.569	2.704	0.931	17	0.381
Minimum	-34.076	0.001	0.341	0	-1.563
Std. Dev.	6.474	0.446	0.146	4.922	0.417
Observations	147	147	147	147	147

Sumber: Hasil pengolahan data penelitian

Berdasarkan hasil perhitungan pada Tabel 4.1 dapat diketahui bahwa jumlah data yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 147, yang berasal dari 21 sampel sukuk periode 2011 sampai tahun 2017.

Hipotesis pertama yang diajukan pada penelitian ini adalah laba berpengaruh positif terhadap sukuk rating. Berdasarkan hasil uji parsial diperoleh bahwa *Persistensi Laba (X1)* mempunyai

p-value sebesar 0.022, lebih kecil dari taraf signifikansi 0.05 (5%). Dan besarnya koefisien jalur Persistensi Laba ( $X_1$ ) terhadap Sukuk Rating ( $Y$ ) adalah 0.165 ( $\rho_{YX_1}$ ). Disimpulkan bahwa persistensi laba terdapat pengaruh positif terhadap Sukuk Rating. Oleh karena itu, semakin persisten suatu laba maka sukuk rating yang diperoleh semakin tinggi.

Hasil penelitian ini senada dengan penelitian Zurohtun (2013) yang menyatakan persistensi laba berpengaruh positif terhadap sukuk rating sehingga, semakin persisten laba suatu perusahaan maka kinerja perusahaan semakin stabil, sehingga risiko perusahaan semakin rendah. Oleh karena risikonya rendah maka kemampuan perusahaan untuk membayar profit sharing dan pokok sukuk semakin tinggi.

Hasil ini diperkuat dengan dengan temuan peneliti yang mana pada Gambar 4.1 pada perusahaan Berlian Laju Tanker (BLTA) dengan sukuk SIKBLTA02A dan SIKBLTA02B menunjukkan tren variasi laba yang kurang persisten dan cenderung fluktuatif. Hal ini juga diikuti dengan nilai peringkat sukuk yang dikeluarkan pefindo dari tahun 2011 mendapatkan peringkat sukuk CCC dan pada tahun 2012 sampai dengan 2017 mendapatkan peringkat D atau default.

Laba yang berkualitas adalah laba yang dapat mencerminkan kelanjutan laba (sustainable earnings) dimasa depan sebagai indikator future earnings yang ditentukan oleh komponen akrual dan aliran kasnya, dan selanjutnya disebut sebagai persistensi laba (Sloan, 1996; Dechow dan Dichev, 2002; Penmann, 2001; Francis, LaFond, Olsson dan Schipper, 2004). Sehingga Laba yang diperoleh suatu perusahaan dapat digunakan sebagai dasar penilaian kinerja keuangan perusahaan. Informasi yang terkandung dalam laba memiliki peran yang sangat penting bagi pihak-pihak yang berkepentingan terhadap suatu perusahaan. Menurut Wijayanti (2006) pihak internal dan eksternal perusahaan menggunakan laba sebagai dasar pengambilan keputusan seperti keputusan investasi, monitoring penghargaan kinerja, dan pembuatan kontrak.

Laba yang persisten berarti laba yang dapat memprediksi laba yang akan datang. Sehingga investor dapat memprediksi tingkat return perusahaan yang menerbitkan sukuk. Oleh karena itu laba yang persisten cenderung memperoleh sukuk rating yang lebih tinggi dan hal ini dapat menunjukkan perusahaan tersebut memiliki risiko default yang rendah.

Hipotesis kedua yang diajukan pada penelitian ini adalah rasio leverage berpengaruh negatif terhadap sukuk rating. Berdasarkan hasil uji parsial diperoleh bahwa Rasio Leverage ( $X_2$ ) mempunyai p-value sebesar 0.000, lebih kecil dari taraf signifikansi 0.05 (5%). Sehingga dapat disimpulkan bahwa rasio leverage berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Sukuk Rating. Besarnya koefisien jalur Rasio Leverage ( $X_2$ ) terhadap Sukuk Rating ( $Y$ ) adalah -0.440 ( $\rho_{YX_2}$ ). Oleh karena itu, semakin besar rasio leverage maka, semakin rendah rating sukuk yang didapat. Begitu juga sebaliknya, semakin kecil rasio leverage maka semakin tinggi rating sukuk.

*Leverage* digunakan untuk menjelaskan kemampuan perusahaan dalam menggunakan aset dan sumber dana untuk memperbesar hasil pengembalian kepada pemiliknya. Perusahaan dengan leverage yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan menggunakan lebih banyak utang dalam struktur modalnya.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Asbaugh-skaife (2006), Yohanes (2012) yang menyatakan rasio leverage berpengaruh negatif terhadap sukuk rating. Sehingga, Semakin tinggi rasio leverage maka akan besar risiko yang didapatkannya, karena semakin besar aset yang didanai oleh utang. Semakin rendah leverage suatu perusahaan maka rating sukuk yang diberikan akan semakin tinggi karena semakin besar kemampuan bagi perusahaan untuk membayar kewajibannya. Tetapi, penelitian ini tidak sejalan dengan Magreta dan Nurmawanti (2009) dan Dewi Purwaningsih (2013) yang mengatakan bahwa rasio leverage tidak berpengaruh signifikan terhadap rating obligasi.



Hal ini diperkuat dengan temuan peneliti yang mana data rasio leverage yang dapat dilihat pada Gambar 4.3 bahwa BLTA (SIKBLTA02A dan SIKBLTA02B) secara berturut-turut pada tahun 2011 sampai tahun 2014 menunjukkan rasio leverage yang terlalu tinggi dibandingkan dengan yang lain. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan menggunakan lebih banyak hutang dalam struktur modalnya. Menurut Bringham dan Houston (2001), semakin tinggi debt ratio semakin berisiko perusahaan tersebut, karena semakin tinggi biaya tetapnya yaitu berupa pembayaran bunga.

Namun pada Gambar 4.3 juga dapat dilihat bahwa rata-rata debt ratio BBMI (BBMISMSB1CN1 dan BBMISMSB1CN2) terlampaui kecil dibandingkan dengan perusahaan lainnya. Oleh karena itu, menurut Bringham dan Houston (2001) tingkat debt ratio yang terlalu kecil juga tidak baik, sebab akan mengakibatkan tingkat pengembalian yang semakin kecil.

Hipotesis ketiga yang diajukan adalah corporate governance berpengaruh positif terhadap sukuk rating. Berdasarkan hasil uji parsial diperoleh bahwa *Corporate Governance* (X3) mempunyai p-value sebesar 0.016, lebih kecil dari taraf signifikansi 0.05 (5%). Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari Corporate Governance terhadap Sukuk Rating. Besarnya koefisien jalur Corporate Governance (X3) terhadap Sukuk Rating (Y) adalah 0.172 ( $\rho_{YX3}$ ).

Hasil penelitian ini sejalan dengan Lei dan Song (2013) menunjukkan bahwa semakin tinggi skor GCG yang dimiliki semakin tinggi pula nilai pasar. Hal ini menunjukkan pengelolaan perusahaan semakin bagus serta diikuti dengan semakin baik pula peringkat obligasi atau sukuk yang diterima. Demikian juga dengan penelitian Aman dan Nguyen (2013), Altwijry (2015), corporate governance dengan proksi ukuran dewan komisaris, dewan komisaris independen, jumlah komite audit, dan kualitas audit secara signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi atau sukuk.

Alali et al (2012) dan Sari (2016) mengungkapkan hal yang sama, yaitu corporate governance memiliki pengaruh positif signifikan terhadap peringkat obligasi atau sukuk. Sehingga, tata kelola dapat mengurangi kemungkinan gagal bayar dengan memitigasi risiko lembaga melalui pemantauan tindakan manajemen yang efektif dan dengan melemahkan asimetri informasi antara perusahaan dan kreditor.

Pada Lampiran 3 dan Lampiran 4 mengungkapkan masing-masing perusahaan serta rankingnya dalam kurun waktu 7 tahun observasi yang diukur menggunakan indeks pedoman GGBS dari KNKG tahun 2011 yang terdiri dari 4 dimensi dan total 37 item indikator. Pada Tabel tersebut Perusahaan ADMF (SMADMF01BCN1 dan SMADMF01CCN1) memiliki pengungkapan GCG tertinggi dengan rata-rata skor sebesar 86.55% sedangkan pada MYOR (SMKMYOR02) yang terendah dengan rata-rata pengungkapan dengan skor sebesar 38.65%. sedangkan pada BLTA (SIKBLTA02A dan SIKBLTA02B) pada peringkat ke 10 dari 12 perusahaan yaitu dengan rata-rata pengungkapan 48.53%. Dengan demikian, walaupun peringkat sukuk yang dimiliki oleh BLTA terendah hingga mengalami Default atau gagal bayar akan tetapi skor rata-rata GCG pada periode 2011-2017 bukan yang terendah melainkan perusahaan AGII yang terendah. Pada MYOR memiliki skor rata-rata GCG terendah karena pada kenyataannya MYOR dalam mengungkapkan informasi berkaitan dengan tata kelola perusahaan masih kurang.

Siallagan dan Machfoedz (2006) mengungkapkan bahwa, penerapan GCG akan memberikan dan meningkatkan nilai perusahaan kepada pemegang saham. Sistem GCG memberikan perlindungan efektif bagi pemegang saham dan kreditor karena tingkat corporate governance yang baik akan berdampak pada keberlangsungan hidup perusahaan yang baik, perusahaan memiliki pengawasan dan controlling yang kuat, sehingga investor yakin akan memperoleh return atas investasinya dengan benar.

Hipotesis keempat yang diajukan adalah sukuk rating berpengaruh negatif terhadap risiko default. Berdasarkan hasil uji parsial diperoleh bahwa Sukuk Rating (Y) mempunyai p-value sebesar 0.000, lebih kecil dari taraf signifikansi 0.05 (5%). Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari Sukuk Rating terhadap Risiko Default. Besarnya koefisien jalur Sukuk Rating (Y) terhadap Risiko Default (Z) adalah  $-0.361 (\rho_{ZY})$ .

Hasil penelitian ini sejalan dengan Zakaria (2012) dan Hamid (2014) yang menyatakan bahwa sukuk rating berpengaruh negatif terhadap sukuk rating. Sehingga semakin rendahnya risiko default menyebabkan semakin tingginya peringkat sukuk dan akan menunjukkan kinerja perusahaan yang lebih baik. Hal ini menyiratkan bahwa kelayakan kredit dan kemampuan untuk memenuhi kewajiban utang sangat penting bagi setiap perusahaan.

Hal ini diperkuat dengan temuan peneliti yang mana data risiko default pada BLTA pada tahun 2011 sampai dengan 2013 secara berturut-turut memiliki nilai yang tinggi dan ini berdampak pada menurunnya peringkat sukuk pada BLTA dengan sampai pada tahun 2017 adalah mengalami default atau gagal bayar.

Tarlan (2016) mengungkap pengukuran risiko dilakukan agar risiko berada pada tingkatan yang terkendali sehingga dapat mengurangi kerugian berinvestasi. Risiko yang terukur dapat mengurangi peluang kerugian yang mungkin akan ditanggung oleh investor.

Peringkat sukuk harus diperhatikan oleh investor apabila investor akan membeli sukuk karena peringkat sukuk dapat menunjukkan risiko sukuk. Terkait peringkat sukuk sama halnya dengan peringkat obligasi. Menurut Foster (1986), risiko obligasi terkait dengan kemampuan perusahaan yang mengeluarkan obligasi untuk membayar pokok pinjaman dan bunga pada saat jatuh tempo. Misalnya, membeli obligasi yang memiliki peringkat BBB ke atas relatif lebih aman dibandingkan dengan obligasi berperingkat B ke bawah. Alasannya, obligasi yang memiliki peringkat B ke bawah memiliki yield yang tinggi, peringkat rendah, dan risiko default besar (Purwaningsih, 2013).

Peringkat pada Sukuk mencerminkan kelayakan kredit penerbit dan stabilitas Sukuk. Dengan memiliki penilaian peringkat tahunan yang dilakukan oleh lembaga pemeringkat, investor Sukuk mendapat informasi yang cukup tentang status dan kemajuan penerbitan sukuk.

## KESIMPULAN

Kesimpulan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Persistensi laba berpengaruh positif terhadap sukuk rating. Hal ini menunjukkan semakin persisten suatu laba maka, sukuk yang diterbitkan berkemungkinan mendapatkan peringkat sukuk yang baik. Laba yang persisten berarti laba yang dapat memprediksi laba yang akan datang. Sehingga investor dapat memprediksi tingkat return perusahaan yang menerbitkan sukuk. Oleh karena itu laba yang persisten cenderung memperoleh sukuk rating yang lebih tinggi dan hal ini dapat menunjukkan perusahaan tersebut memiliki risiko default yang rendah.
2. Corporate governance berpengaruh positif terhadap sukuk rating. Semakin tinggi nilai GCG maka semakin tinggi pula peringkat sukuk yang didapat. penerapan GCG akan memberikan dan meningkatkan nilai perusahaan kepada pemegang saham dan sistem GCG memberikan perlindungan efektif bagi pemegang saham dan kreditor sehingga mereka yakin akan memperoleh return atas investasinya dengan benar.
3. Rasio leverage berpengaruh negatif terhadap sukuk rating. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar rasio leverage menyebabkan semakin rendah peringkat sukuk yang didapat. Rasio leverage yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan menggunakan lebih banyak hutang dalam struktur modalnya sehingga semakin tinggi debt ratio semakin berisiko perusahaan tersebut, karena semakin tinggi biaya tetapnya yaitu berupa pembayaran bunga.
4. Sukuk rating berpengaruh negatif terhadap risiko default. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi sukuk rating yang diperoleh maka risiko yang dimiliki sukuk tersebut

semakin rendah. Peringkat pada Sukuk mencerminkan kelayakan kredit penerbit dan stabilitas Sukuk. Dengan memiliki penilaian peringkat tahunan yang dilakukan oleh lembaga pemeringkat, investor Sukuk mendapat informasi yang cukup tentang status dan kemajuan penerbitan sukuk.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Ahmed, E.R., Islam, M.A. and Alabdullah, T.T.Y., 2014. Islamic sukuk: Pricing mechanism and rating. *Journal of Asian Scientific Research*, 4(11), p.640.
- Alam, N., Bhatti, M.I. and Wong, J.T., 2018. Assessing Sukuk defaults using value-at-risk techniques. *Managerial Finance*.
- Alali, F., Anandarajan, A., Jiang, W. 2012. The effect of corporate governance on firm's credit ratings: further evidence using governance score in the United States. *The Journal of Accounting & Finance*, 52(2), pp: 291-312.
- Altwijry, O.I. (2015), "The role of corporate governance and ownership in unconventional bond rating: empirical evidence from companies listed on Bursa Malaysia", *Journal of Islamic Economics Banking and Finance*, Vol. 11 No. 2, pp. 105-117.
- Ariff, M., Zarei, A. and Bhatti, M.I. (2018), "Test on yields of equivalently-rated bonds", *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 11 No. 1, pp. 59-78,
- Ashbaugh-Skaife, Hollis, Daniel W Collins, and Ryan LaFond. 2006. *The effects of corporate governance on firms' credit ratings*. *Journal of accounting and economics* 42:203-243.
- Aziz, R.A.R. (2010), "Sukuk have lost alot of its credibility of late?", *So Far Journal*, Vol. 1 No. 1, pp. 7-9.
- Bhojraj, Sanjeev and Partha Sengupta. 2003. *Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors\**. *The Journal of Business* 76:455-475.
- Boey, E. (2013), "Special focus: Islamic finance clearing the air on sukuk defaults", *The Edge Malaysia*, available at: [www.theedgemarkets.com/article/special-focus-islamic-finance-clearing-air-sukukdefaults](http://www.theedgemarkets.com/article/special-focus-islamic-finance-clearing-air-sukukdefaults)
- Borhan, N.A. and Ahmad, N., 2018. Identifying the determinants of Malaysian corporate Sukuk rating. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*.
- Brealey, Richard A. and Myers, Stewart C. 2003. *Principles of corporate finance (International Edition)*. New York: Mc. Graw-Hill Companies, Inc.
- Brigham, E., dan Houston, J. (2001). *Manajemen Keuangan. Penerbit*: Jakarta: Erlangga.
- Brigham, E. E., L. C. Gapenski, dan P. R. Daves. (1999). *Intermediate Financial Management*. Orlando: The Dryden Press.
- Cakir, S. and Raeli, F. (2007), "Sukuk vs. eurobonds: is there a difference in value-at-risk?", *International Monetary Fund Working Paper WP/07/237*, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Damayanti, E. W., & Fitriyah. 2013. Pengaruh Corporate Governance Dan Rasio Akuntansi Terhadap Peringkat Obligasi. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim.

- Darbha, G. (2001), "Value-at-risk for fixed income portfolios – a comparison of alternative models", Report by National Stock Exchange, Mumbai.
- Dhaliwal, D. S dan N. L. Farger. 1991. "The Association Between Unexpected Earnings and Abnormal Security Returns in The Presence of Financial Leverage". *Contemporary Accounting Research*. 8: 20-41.
- Elhaj et al. 2015. *The Influence of Corporate Governance, Financial Ratio, and Sukuk Structure on Sukuk Rating*. *Procedia Economics and Finance* 31 (2015) 62 – 74
- Elhaj, M.A., Muhamed, N.A. and Ramli, N.M., 2018. The effects of board attributes on Sukuk rating. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 11(2), pp.312-330.
- Evans, John., Robert Evans., dan Serena Loh. 2002. Corporate Governance and Declining Firm Performance. *International Journal of Business Studies* (June): 1-18.
- Fabozzi, Frank J, (2000), *Bond Market, Analysis and Strategies*, Prentice Hall, Inc.4<sup>th</sup>
- Fahmi, I. (2014). *Pengantar Manajemen Keuangan Teori dan Soal Jawab* (3rd ed.). Bandung: ALFABETA.
- FCGI, (2001), Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit dalam Pelaksanaan *Corporate Governance* (Tata Kelola Perusahaan), Jilid II. [http://www.cicfcgi.org/news/files/FCGI\\_Booklet\\_II.pdf](http://www.cicfcgi.org/news/files/FCGI_Booklet_II.pdf).
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P.M. and Schipper, K., 2004. Costs of equity and earnings attributes. *The accounting review*, 79(4), pp.967-1010.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI). 2003. Indonesian Company Law. Available online at [www.fcgi.org.id](http://www.fcgi.org.id)
- Foster, S.L., 1986. *Reading dancing: Bodies and subjects in contemporary American dance*. Univ of California Press.
- Ghozali, I., 2016. *Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Grassa, R. (2016), "Corporate governance and credit rating in Islamic banks: does Shariah governance matters?", *Journal of Management & Governance*, Vol. 20 No. 4, pp. 875-906.
- Gujarati, N., Damodar and Porter, Gujarati, N., Damodar and Porter, C., Dawn C., Dawn. 2009. *Basic Econometrics, Fifth Edition*, McGraw-Hill International Edition.
- Halim, Z.A., How, J. and Verhoeven, P. (2017), "Agency costs and corporate sukuk issuance", *Pacific Basin Finance Journal*, Vol. 42, pp. 83-95
- Hamid, Nurul Hidayah Ab, et al. 2014. *Firms' Performance and Risk with The Presence of Sukuk Rating as Default Risk*. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 145 (2014) 181 – 188
- Hendricks, D. (1996), "Evaluation of value-at-risk models using historical data", *FRBNY Economic Policy Review*, Vol. 2 No. 1, pp. 39-70.
- Huang, Zan, Hsinchun Chen, Chia-Jung Hsu, Wun-Hwa Chen, and Soushan Wu. 2004. *Credit rating analysis with support vector machines and neural networks: a market comparative study*. *Decision support systems* 37:543-558.

- Husnan, Suad. 1998. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Buku 1 dan 2. Yogyakarta. UPP AMD YKPN.
- Jorion, P. (2007). *Value At Risk The New Benchmark for Managing Financial* (3rd ed.). USA: McGraw Hill.
- Jorion, P., and GARP. (2007). *Financial Risk Manager Handbook* (4th ed.). USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Kasmir. (2012). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: PT.Raja Grafindo Persada.
- Keown, Arthur *et al.* 2008. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Buku 1. *Alih Bahasa Haryandini*. Jakarta: Salemba Empat.
- Khniifer, M. (2010), "Shocking 21 defaulted sukuk cases in the last 20 months!", *Islamica Magazine*, pp. 25-26,
- Klein, P.O., Weill, L. and Godlewski, C.J. (2017), "How sukuk shapes firm performance", *The World Economy*, Vol. 41 No. 3, pp. 699-722
- Komite Nasional Kebijakan Governance. 2011. *Pedoman Umum Good Governance Business Syariah*. Jakarta. Indonesia
- Kusumawati, Dwi Novi dan Bambang Riyanto LS. 2005. *Corporate Governance dan Kinerja: Analisis Compliance Reporting dan Struktur Dewan Terhadap Kinerja. Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VII Solo*.
- Lei, Y., dan Song, L. 2004. Nonenzymatic Glucose Sensor Using Freestanding Single-Wall Carbon Nanotube Films. *Journal of Electrochemistry Solid-State* 10(5), pp: J58-J60.
- Lipe, R.C. 1990. The Relation Between Stock Return, Accounting Earnings and Alternative Information. *The Accounting Review* (January): 23-42.
- Magreta & Nurmayanti, P. 2009. *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi Ditinjau dari Faktor-Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi* *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. vol. 11, no. 3, pp. 143-154.
- Mamduh Hanafi. 2004. *Manajemen Keuangan*. Cetakan Pertama. Penerbit BPFE: Yogyakarta.
- Manurung, A., Silitonga, D. and Tobing, W.R., 2009. Hubungan Rasio-rasio Keuangan dengan rating obligasi. *Jakarta: PT Finansial Bisnis Informasi (Artikel ini diakses melalui <http://www.finansialbisnis.com>)*.
- Masyita, Dian. 2015. *Why Do People See a Financial System as A Whole Very Important?* *Journal of Islamic Monetary Economics and finance*.
- Nanaeva, Z.K., 2010. *How risky sukuk are: comparative analysis of risks associated with sukuk and conventional bonds* (Doctoral dissertation, The British University in Dubai (BUiD)).
- Nasir, A. and Farooq, U., 2017. Analysis of value at risk of Sukuk and conventional bonds in Pakistan. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 8(4), pp.375-388.
- Nichols, D.C. and J.M. Wahlen. 2004. *How Do Earnings Numbers Relate to Stock Return? A Review of Classic Accounting Research with Updated Evidence*. *Accounting Horizons*, Vol. 18, No. 4, December: 263 – 286.

- Nurnberg, Donald. 2007. *The Ethic of Corporate Governance*. London Metropolitan University. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) *Obligasi*. (Unpublished Thesis). Depok: Universitas Indonesia.
- Othman, Z. and Kamarudzaman, A. S. (2012). The great Syariah debate. RAM Bulletin: Sukuk Focus,
- Parawiyati dan Baridwan. 1998. Kemampuan Laba dan Arus Kas dalam Memprediksi Laba dan Arus Kas Perusahaan Go Publik di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 1 No. 1. Hal.1-11.
- Penman, S.H., 2001. On comparing cash flow and accrual accounting models for use in equity valuation: A response to Lundholm and O'Keefe (CAR, Summer 2001). *Contemporary Accounting Research*, 18(4), pp.681-692.
- Penman, S.H. 2003. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Second Edition: McGraw Hill.
- Purwaningsih, Septi. 2013. *Faktor yang Mempengaruhi Rating Sukuk yang Ditinjau dari Faktor dan Non Akuntansi*. Accounting analysis journal
- Raharja dan Maylia, P. S. (2008). Kemampuan Rasio Keuangan Dalam Memprediksi Peringkat Obligasi (PT. Kasnic Credit Rating). *Jurnal Maksi*, 8 (2): 212-232.
- Rasyid, Rosmita dan Ervina Joice Kostama. 2010. Analisa Pengaruh Mekanisme Good Corporate Governance dan Profitabilitas Perusahaan Terhadap Peringkat Obligasi. *Jurnal Akuntansi UKRIDA*. 2(2), h: 73-102.
- Sari, I.K. and Yasa, G.W., 2016. Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance, Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Peringkat Obligasi. *E-Jurnal Akuntansi*, pp.2198-2224.
- Scott, W R. 2009. *Financial Accounting Theory*. Canada: Prentice Hall Inc. Ontario.
- Sekaran, Uma. 2017. *Metode Penelitian untuk Bisnis*. Jakarta: Salemba Empat
- Sengupta, Partha. 2003. *Corporate disclosure quality and the cost of debt*. Accounting review:459-474.
- Siallagan dan Machfoedz (2006). *Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan*. Simposium Nasional Akuntansi IX Padang.
- Sloan, R.G. 1996. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review* 71 (July). pp. 289-315
- Smaoui, H. and Khawaja, M. (2017), "The determinants of Sukuk market development", *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 53 No. 7, pp. 1501-1518
- Smith, D.J. (2008), "A primer on bond portfolio value at risk", Boston University working paper, Boston University, Boston, Massachusetts.
- Sri, Ambarwati. 2008. Earnings Response Coefficient. *Akuntabilitas*. Vol 7 No. 2, Maret. Hal 128-134.
- Sri, Mulyani dan Nur Fadrijih. 2007. "Faktor-faktor yang mempengaruhi Earnings Response Coefficient Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEJ". JAAI Volume 11 No.1, hal 35-45.
- Sudaryanti, N., Mahfud, A.A. and Wulandari, R., 2014. Analisis Determinan Peringkat Sukuk dan Peringkat Obligasi di Indonesia. *Tazkia Islamic Finance and Business Review*, 6(2).

- Sudaryanti, N., Mahfud, A.A. and Wulandari, R., 2014. Analisis Determinan Peringkat Sukuk dan Peringkat Obligasi di Indonesia. *Tazkia Islamic Finance and Business Review*, 6(2).
- Sugiyono. 2016. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Bandung: PT Alfabet.
- Sulistiyanto, H.Sri dan Haris Wibisono. 2003. *Good corporate governance. Berhasilkah Diterapkan di Indonesia*
- Sunarto. 2010. "Peran Persistensi Laba Terhadap Hubungan Keagresifan Laba dan Biaya Ekuitas". *Kajian Akuntansi*. Vol 2 No 1 Mei. Hal: 22-38.
- Tarlan, S., 2016. *Analisis volatilitas dan value at risk pada sukuk indonesia dengan menggunakan model arch/garch*(Bachelor's thesis, Jakarta: Fakultas Ekonomi dan Bisnis UIN Syarif Hidayatullah Jakarta).
- Triyuwono, Iwan. 2007. *Perspektif, Metodologi dan Teori Akuntansi Syariah*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Tucker, J.W. and P.A. Zarowin. 2006. *Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness?* *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 1, January: 251 – 270.
- Uzun, Hatice., Samuel H. Szewczyk., dan Raj Varma. 2004. Board Composition and Corporate Fraud. *Financial Analysts Journal* (May/Jun). p: 33-43.
- Van Home, J dan J. Machowicz JR. 1992. *Fundamentals of financial Management*: Prentice Hall
- Vassalou, Maria and Yuhang Xing. 2004. *Default risk in equity returns*. *The Journal of Finance* 59:831-868.
- Vlaar, P.J.G. (2000), "Value at risk models for Dutch bond portfolios", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 24 No. 7, pp. 1131-1154
- Westerfield, R., Jordan (2009). *Pengantar Keuangan Perusahaan Edisi, 8*.
- Widarjono, Agus. 2013. *Econometrics Introduction and Its Application*. Yogyakarta: Ekonisia FE Universitas Islam Indonesia.
- Wijayanti, H.T., 2006. *Analisis pengaruh perbedaan antara laba akuntansi dan laba fiskal terhadap persistensi laba, akrual, dan aliran kas* (Doctoral dissertation, Universitas Gadjah Mada).
- Wijnbergen, V. and Zaheer, S. (2013), "Sukuk defaults: on distress resolution in Islamic finance", Tinbergen Institute Discussion Paper, Duisenberg School of Finance, Amsterdam.
- [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) diakses pada tanggal 11 Juni 2018
- [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id) diakses pada tanggal 11 Juni 2018
- [www.pefindo.com](http://www.pefindo.com) diakses pada tanggal 11 Juni 2018
- X.J. Zhang. 2002. *Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Return*. *The Accounting Review*, Vol. 77, No. 2, April: 237 – 264.
- Yohanes, Andrey. 2012. *Pengaruh Rasio Keuangan dan Karakteristik Obligasi terhadap Rating Obligasi Korporasi di Indonesia*. *Jurnal*
- Zakaria, N.B., Isa, M.A.M. and Abidin, R.A.Z., 2012. The construct of Sukuk, rating and default risk. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, pp.662-667.

Zurohtun. 2013. Prediksi Peringkat Obligasi Dengan Persistensi Laba *Free Cash Flow*, dan Risiko Litigasi. Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis, Vol 8 No. 2