BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

3.1 ANALISIS DESKRIPSI DATA PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu data panel yang merupakan gabungan antara data *cross section* dan *time series*. Data *cross section* dalam penelitian ini terdiri dari 7 perusahaan penerbit sukuk yang terdiri dari PT. Adhi Karya (Persero) Tbk, PT. Bank Muamalat Indonesia Tbk, PT. Aneka Gas Industri Tbk, PT. Indosat Tbk, PT. Mayora Indah Tbk, PT. Berlian Laju Tanker Tbk, dan PT. Summarecon Agung Tbk.

Data *time series* dalam penelitian ini terdiri dari data emisi sukuk korporasi, ROE, DER, inflasi, dan PDB per kapita dari tahun 2011 sampai tahun 2017. Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji pengaruh indikator variabel internal dan eksternal yang meliputi ROE, DER, inflasi, dan PDB per kapita terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia.

Tabel 4.1

Deskripsi Statistik Masing-Masing Variabel

	SUKUK	ROE	DER	INFLASI	PDB PER KAPITA
Mean	632.000.000.000	13.60571	2.319375	0.049743	41.901.122
Median	360.000.000.000	11.41000	1.930000	0.037900	41.915.995
Maximum	2.120.000.000.000	34.60000	5.670000	0.083800	51.887.422
Minimum	100.000.000.000	0.820000	0.910000	0.030200	32.956.122
Std. Dev.	606.000.000.000	9.539563	1.190257	0.022012	6452089.
Sum	30.965.000.000.000	666.6800	111.3300	2.437400	2.05E+09
Obs.	49	49	49	49	49

Sumber: Hasil Olahan Eviews 9

Berdasarkan hasil tabel deskripsi statistik diketahui bahwa jumlah observasi dalam penelitian ini sebanyak 49. Nilai emisi sukuk maksimum atau tertinggi sebesar Rp 2.120.000.000.000,- yang diterbitkan oleh PT. Indosat Tbk pada tahun 2014. Nilai emisi sukuk minimum atau terendah sebesar Rp 100.000.000.000,- yang diterbitkan oleh PT. Berlian Laju Tanker Tbk pada tahun 2017. Sementara itu, rata-rata dari nilai emisi sukuk dalam penelitian ini yaitu sebesar Rp 632.000.000.000,-.

Nilai ROE tertinggi dalam penelitian ini sebesar 34,60% yang dimiliki oleh PT. Adhi Karya (Persero) Tbk pada tahun 2013. Nilai ROE terendah dalam penelitian ini sebesar 0,82% yang dimiliki oleh PT. Berlian Laju Tanker Tbk pada tahun 2013. Sementara itu, nilai DER tertinggi dalam penelitian ini sebesar 5,67% yang dimiliki oleh PT. Adhi Karya (Persero) Tbk pada tahun 2012. Nilai DER terendah dalam penelitian ini sebesar 0,91% yang dimiliki oleh PT. Aneka Gas Industri Tbk pada tahun 2017.

Nilai inflasi tertinggi dalam penelitian ini sebesar 0,0838 tahun 2014. Nilai inflasi terendah dalam penelitian ini sebesar 0,0302 tahun 2016. Sementara itu, nilai PDB per kapita tertinggi dalam penelitian ini sebesar 51.887.422 tahun 2017. Nilai PDB per kapita terendah dalam penelitian ini sebesar 32.956.122 tahun 2011.

3.2 PENGUJIAN MODEL REGRESI

Pengujian model dalam regresi data panel dapat dilakukan dengan tiga pendekatan metode yaitu *common effect models*, *fixed effect models* dan *random effect models*. Hasil pengujiannya sebagai berikut:

4.2.1 Pendekatan Model *Common Effect*

Pendekatan model *common effect* ini mengasumsikan bahwa intersep dan slope yaitu tetap sepanjang waktu dan individu, kemudian adanya perbedaan intersep dan slope diasumsikan akan dijelaskan oleh variabel gangguan (*error* atau *residual*). Hasil regresi model *common effect* dalam penelitian ini dapat dilihat dalam tabel berikut ini:

Tabel 4.2

Hasil Regresi Model *Common Effect*

Dependent Variable: SUKUK
Method: Panel Least Squares
Date: 04/10/18 Time: 14:33
Sample: 2011 2017
Periods included: 7
Cross-sections included: 7
Total panel (unbalanced) observations: 48

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.32E+11	8.75E+11	0.722664	0.4738
ROE	-1.34E+10	1.14E+10	-1.178014	0.2453
DER	6.06E+10	8.58E+10	0.705698	0.4842
INFLASI	3.33E+12	4.31E+12	0.772897	0.4438
PDBPERKAPITA	-2952.913	16554.61	-0.178374	0.8593

R-squared	0.053173	Mean dependent var	6.31E+11
Adjusted R-squared	-0.034904	S.D. dependent var	6.12E+11
S.E. of regression	6.23E+11	Akaike info criterion	57.25192
Sum squared resid	1.67E+25	Schwarz criterion	57.44684
Log likelihood	-1369.046	Hannan-Quinn criter.	57.32558
F-statistic	0.603707	Durbin-Watson stat	0.329072
Prob(F-statistic)	0.662044		

Sumber: Hasil Olahan Eviews 9

4.2.2 Pendekatan Model *Fixed Effect*

Pendekatan model *fixed effect* tidak memperhatikan dari dimensi waktu ataupun dimensi individu. Pendekatan ini mengasumsikan bahwa perilaku data antar perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu. Hasil regresi model *fixed effect* dalam penelitian ini dapat dilihat dalam tabel berikut ini:

Tabel 4.3

Hasil Regresi Model *Fixed Effect*

Dependent Variable: SUKUK
Method: Panel Least Squares
Date: 04/12/18 Time: 20:25
Sample: 2011 2017
Periods included: 7
Cross-sections included: 7
Total panel (unbalanced) observations: 48

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.04E+11	4.27E+11	1.413601	0.1658
ROE	-1.44E+10	6.81E+09	-2.111125	0.0416
DER	4.27E+10	6.69E+10	0.638954	0.5268
INFLASI	3.19E+12	1.88E+12	1.692597	0.0989
PDBPERKAPITA	-783.7713	7650.775	-0.102443	0.9190

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.849156	Mean dependent var	6.31E+11
Adjusted R-squared	0.808387	S.D. dependent var	6.12E+11
S.E. of regression	2.68E+11	Akaike info criterion	55.66506
Sum squared resid	2.66E+24	Schwarz criterion	56.09387
Log likelihood	-1324.961	Hannan-Quinn criter.	55.82711
F-statistic	20.82860	Durbin-Watson stat	2.101655
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Hasil Olahan Eviews 9

4.2.3 Pendekatan Model *Random Effect*

Pendekatan model *random effect* didasarkan adanya perbedaaan antara intersep dan slope sebagai akibat adanya perbedaan antara individu atau obyek. Berikut ini hasil dari regresi model *random effect* dalam penelitian ini:

Tabel 4.4

Hasil Regresi Model *Random Effect*

Dependent Variable: SUKUK
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/12/18 Time: 20:28
Sample: 2011 2017
Periods included: 7
Cross-sections included: 7
Total panel (unbalanced) observations: 48
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.17E+11	4.96E+11	1.243966	0.2203
ROE	-1.44E+10	6.73E+09	-2.143087	0.0378
DER	4.43E+10	6.53E+10	0.678917	0.5008
INFLASI	3.18E+12	1.88E+12	1.692916	0.0977
PDBPERKAPITA	-823.3403	7631.380	-0.107889	0.9146

Effects Specification		
	S.D.	Rho
Cross-section random	6.78E+11	0.8649
Idiosyncratic random	2.68E+11	0.1351

Weighted Statistics			
R-squared	0.189108	Mean dependent var	9.52E+10
Adjusted R-squared	0.113676	S.D. dependent var	2.80E+11
S.E. of regression	2.63E+11	Sum squared resid	2.98E+24
F-statistic	2.507009	Durbin-Watson stat	1.875548
Prob(F-statistic)	0.055892		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.049567	Mean dependent var	6.31E+11
Sum squared resid	1.68E+25	Durbin-Watson stat	0.333382

Sumber: Hasil Olahan Eviews 9

4.2.4 Uji Kesesuaian Model

Model regresi data panel harus dilakukan pengujian untuk memilih model regresi yang tepat digunakan dalam penelitian. Pengujian model regresi yang dilakukan dalam penelitian ini meliputi:

4.2.4.1 *Chow Test* (Uji F-statistik)

Pengujian ini dilakukan untuk memilih model yang paling tepat untuk digunakan antara estimasi model *common effect* maupun estimasi model *fixed effect*. Hipotesis dalam pengujian ini yaitu:

Ho: memilih menggunakan model estimasi *Common Effect.*

H1: memilih menggunakan model estimasi *Fixed Effect.*

Dalam menentukan model yang tepat untuk digunakan maka dapat dilihat dari nilai probabilitasnya. Apabila nilai signifikansinya kurang dari 5% (signifikan) maka model estimasi yang akan digunakan adalah *fixed effect*, akan tetapi jika nilai signifikansinya lebih dari 5% (tidak signifikan) maka model yang digunakan adalah model *common effect.* Berikut adalah hasil pengujiannya:

Tabel 4.5

Hasil Uji *Chow*

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: FEM
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	32.540585	(6,37)	0.0000
Cross-section Chi-square	88.169689	6	0.0000

Sumber: Hasil Olahan Eviews 9

Berdasarkan hasil pengujian antara *common effect* dan *fixed effect* didapatkan nilai probabilitas *cross-section chi-square* sebesar 0,0000. Nilai probabilitasnya lebih kecil dari alfa 5% (0,0000 < 0,05). Secara statistik menolak H_0 sehingga model yang tepat digunakan adalah model *fixed effect*.

4.2.4.2 Uji Hausman

Pengujian ini dilakukan untuk memilih model yang paling tepat untuk digunakan antara estimasi model *fixed effect* maupun estimasi model *random effect*. Apabila nilai probabilitasnya signifikan maka model yang digunakan adalah *fixed effect*. Sebaliknya apabila nilai probabilitasnya tidak signifikan maka model yang digunakan adalah *random effect*.

Tabel 4.6

Hasil Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: HASILREGRESI
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	1.438949	4	0.8374

Sumber: Hasil Olahan Eviews 9

Berdasarkan tabel uji Hausman diperoleh nilai distribusi *chi- square* dari perhitungan menggunakan *Eviews 9* sebesar 1.438949 dengan probabilitas 0.8374 (lebih dari 5%), sehingga model yang tepat digunakan adalah model estimasi *random effect.*

3.3 EVALUASI REGRESI

4.3.1 Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Pengujian ini dilakukan untuk mengukur prosentase dari variasi total variabel dependen yang mampu dijelaskan oleh model regresi. Hal ini dilakukan untuk mengetahui ketepatan yang baik dalam analisis yang dirunjukkan oleh besarnya koefisien determinasi *R-squared*.

Berdasarkan hasil estimasi model *random effect* didapatkan hasil *R-squared* sebesar 0.189108. Variabel independen meliputi DER, ROE, inflasi dan PDB per kapita mampu menjelaskan variabel dependen (sukuk) sebesar 18,91% sedangkan sisanya sebesar 81,09% dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

4.3.2 Uji Kelayakan Model (Uji F)

Uji F digunakan untuk mengetahui signifikansi atau tidak signifikan antara variabel independen dan variabel dependen secara menyeluruh.

Hipotesis:

Ho : $\beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = 0$ → variabel independen tidak berpengaruh

Ha : $\beta_0 \neq \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \beta_4 \neq \beta_5 \neq 0$ → variabel independen berpengaruh

Hasil regresi menunjukkan bahwa nilai probabilitas (F- statistik) yaitu sebesar 0,055892. Nilai Probabilitas (F-statistik) lebih kecil dari alfa 10% (0,055892 < 0,10) maka model signifikan 10% dan menolak Ho. Hal ini menunjukkan bahwa model layak dan variabel ROE, DER, inflasi dan PDB per

kapita secara bersama-sama berpengaruh terhadap penerbitan sukuk.

4.3.3 Uji Signifikansi Variabel Independen (Uji t)

Uji t merupakan uji yang digunakan untuk mengetahui signifikan atau tidak signifikan suatu variabel independen terhadap variabel dependen secara individu.

4.3.3.1 Variabel ROE Terhadap Penerbitan Sukuk

Variabel ROE memiliki t hitung sebesar 2,143087 dengan $\alpha = 5\%$

$$df = n-k$$
$$= 48 - 5$$
$$= 43$$

Berdasarkan t tabel maka diperoleh t kritis dengan df = 43 dan $\alpha = 5\%$ yaitu 1,6811. Jadi, t hitung > t kritis sehingga menolak H_0. Artinya variabel ROE berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia. Berdasarkan hasil regresi menunjukkan bahwa koefisien ROE bernilai -1,44. Angka tersebut menunjukkan bahwa hubungan yang terjadi antara ROE dengan penerbitan sukuk korporasi yaitu hubungan negatif.

4.3.3.2 Variabel DER Terhadap Penerbitan Sukuk

Variabel DER memiliki t hitung sebesar 0,678917 dengan $\alpha = 5\%$

$$df = n-k$$
$$= 48 - 5$$
$$= 43$$

Berdasarkan t tabel maka diperoleh t kritis dengan df = 43 dan α = 5% yaitu 1,6811. Jadi, t hitung < t kritis sehingga gagal menolak H_0. Artinya variabel DER tidak berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia.

4.3.3.3 Variabel Inflasi Terhadap Penerbitan Sukuk

Variabel Inflasi memiliki t hitung sebesar 1,692916 dengan α = 5%

df = n-k

= 48 - 5

= 43

Berdasarkan t tabel maka diperoleh t kritis dengan df = 43 dan α = 5% yaitu 1,6811. Jadi, t hitung > t kritis sehingga menolak H_0. Artinya variabel inflasi berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia. Berdasarkan hasil regresi menunjukkan bahwa koefisien inflasi bernilai 3,18. Angka tersebut menunjukkan bahwa hubungan yang terjadi antara inflasi dengan penerbitan sukuk korporasi yaitu hubungan positif.

4.3.3.4 Variabel PDB Per Kapita Terhadap Penerbitan Sukuk

Variabel PDB per kapita memiliki t hitung sebesar 0,107889 dengan α = 5%

df = n-k

= 48 - 5

= 43

Berdasarkan t tabel maka diperoleh t kritis dengan df = 43 dan α = 5% yaitu 1,6811. Jadi, t hitung < t kritis sehingga gagal menolak H_0. Artinya variabel PDB per kapita tidak berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia.

Tabel 4.7

Hubungan Variabel Independen Terhadap Variabel Dependen

No	Variabel	Koefisien	Probabilitas	Hubungan	Hasil
1.	ROE	-1.44E+10	0.0378	Negatif	Signifikan
2.	DER	4.43E+1	0.5008	Positif	Tidak Signifikan
3.	INFLASI	3.18E+12	0.0977	Positif	Signifikan
4.	PDB per kapita	-823.3403	0.9146	Negatif	Tidak Signifikan

Sumber: Hasil Olahan Eviews 9

3.4 Analisis Hubungan Masing-Masing Variabel Independen Terhadap Variabel Dependen

4.4.1 Faktor Internal Terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi

Faktor internal yang digunakan dalam penelitian ini meliputi DER dan ROE yang memiliki pengaruh berbeda-beda satu sama lainnya terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia. Berdasarkan hasil regresi menunjukkan bahwa variabel ROE berpengaruh negatif terhadap penerbitan sukuk korporasi. Sebaliknya, variabel DER tidak memiliki pengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi. Adapun analisis ekonomi dari masing-masing variabel internal dalam penelitian ini dijelaskan sebagai berikut:

4.4.1.1 Analisis Pengaruh Variabel ROE Terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi di Indonesia

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel ROE berpengaruh negatif terhadap penerbitan sukuk korporasi. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pratiwi & Asrori (2014) yang menyatakan bahwa ROE terbukti memiliki pengaruh negatif terhadap sukuk. Perusahaan penerbit sukuk korporasi yang mengeluarkan informasi laporan keuangan berupa ROE sangat mempengaruhi investor dalam pengambilan keputusan investasi di sukuk korporasi.

ROE berpengaruh negatif terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia disebabkan oleh data ROE dari masing-masing perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini sebagian besar mengalami penurunan setiap tahunnya. ROE yang rendah tersebut mencerminkan bahwa penerimaan atas peluang investasi yang kurang baik. Hal ini akan mempengaruhi investor dalam pengambilan keputusan investasi di sukuk korporasi. Ketika ROE dari perusahaan penerbit sukuk rendah maka investor akan menimbang kembali keputusan untuk melakukan investasi di sukuk korporasi. Hal ini akan berdampak negatif terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia.

4.4.1.2 Analisis Hubungan Variabel DER Terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi di Indonesia

Berdasarkan pengujian diketahui bahwa variabel DER tidak memiliki pengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi. Hal ini dibuktikan dengan nilai

probabilitas dari variabel DER lebih besar dari alfa 1%, 5%, dan 10%. Hasil analisis penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis yang menyatakan bahwa DER diduga akan mempengaruhi penerbitan sukuk korporasi. Tidak signifikannya variabel DER sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Melati (2013). DER merupakan prasyarat perusahaan menerbitkan sukuk untuk menunjukkan bahwa perusahaan penerbit sukuk memiliki target DER yang ketat, namun DER tidak memiliki pengaruh yang lebih terkait penerbitan sukuk. Rendah dan tingginya suatu DER tidak memberikan pengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi.

Beberapa peneliti juga menyatakan bahwa variabel DER memang tidak memiliki pengaruh terhadap penerbitan sukuk. Sebaliknya, variabel DER tersebut diduga berpengaruh terhadap penerbitan obligasi konvensional. Hal ini disebabkan karena pada sukuk yang lebih tergantung pada kemampuan mengelola aktiva perusahaan bukan hutang. Sebaliknya dalam obligasi konvensional terdapat pembayaran kupon secara periodik yang harus dibayar oleh emiten kepada pemegang obligasi sehingga perusahaan harus memanfaatkan hutang dengan sebaik mungkin untuk memperoleh laba sekaligus untuk membayar kupon tersebut kepada pemegang obligasi.

4.4.2 Faktor Eksternal Terhadap Penerbitan Sukuk

Faktor eksternal yang digunakan dalam penelitian ini meliputi inflasi dan PDB per kapita yang memiliki pengaruh berbeda-beda satu sama lainnya terhadap

penerbitan sukuk korporasi di Indonesia. Berdasarkan hasil regresi menunjukkan bahwa variabel inflasi berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk korporasi. Sebaliknya, variabel PDB per kapita tidak memiliki pengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi. Analisis ekonomi dari masing-masing variabel eksternal dijelaskan sebagai berikut:

4.4.2.1 Analisis Hubungan Variabel Inflasi Terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi di Indonesia

Variabel inflasi berpengaruh positif terhadap penerbitan sukuk korporasi di Indonesia. Hal ini sejalan dengan penelitian Rahman *et al*. (2017) yang menyatakan bahwa sukuk lebih bergantung pada tingkat inflasi jika dibandingkan dengan PDB. Peningkatan inflasi mengakibatkan adanya penurunan pendapatan yang diperoleh dari sukuk, sehingga ketika terjadi inflasi yang tinggi maka investor meminta tingkat bagi hasil sukuk yang tinggi. Tingginya tingkat bagi hasil sukuk ketika adanya peningkatan inflasi dapat menarik perhatian investor untuk berinvestasi di sukuk korporasi sehingga akan berdampak positif terhadap penerbitan sukuk korporasi.

Sukuk dapat digunakan oleh investor untuk melindungi dana dari inflasi. Bagi perusahaan penerbit sukuk, inflasi diharapkan tertekan karena jumlah dana tunai yang beredar di masyarakat berkurang karena diinvestasikan ke sukuk. Investor akan memperoleh manfaat yaitu dananya terlindung dari inflasi dan tingkat inflasi itu sendiri akan menjadi lebih rendah dari sebelumnya. Jadi arah hubungan antara Inflasi dengan penerbitan sukuk korporasi adalah positif.

4.4.2.2 Analisis Hubungan Variabel PDB Per Kapita Terhadap Penerbitan Sukuk Korporasi di Indonesia

Variabel PDB per kapita juga tidak berpengaruh terhadap penerbitan sukuk korporasi. Hasil analisis penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis dalam penelitian ini. Tidak berpengaruhnya variabel PDB per kapita didukung oleh penelitian yang dilakukan Rahman *et al*. (2017) yang menyatakan bahwa PDB tidak berpengaruh terhadap sukuk. Hasil ini juga memberikan indikasi bahwa penerbitan sukuk korporasi di Indonesia tidak tergantung pada PDB per kapita jika dibandingkan dengan variabel yang lain seperti inflasi.

Tidak berpengaruhnya PDB per kapita terhadap penerbitan sukuk karena tipe masyarakat Indonesia yang lebih suka menempatkan uangnya dalam bentuk tabungan ketika pendapatan mereka meningkat jika dibandingkan untuk menempatkan uang mereka dalam berbagai instrumen investasi seperti sukuk, saham, reksadana dan lain sebagainya. Hal ini didukung oleh hasil riset dari lembaga riset pemasaran yaitu Inside ID yang menemukan bahwa masing-masing responden menyisihkan 79% uang mereka ke dalam bentuk tabungan, sementara 21% lainnya digunakan ke dalam berbagai instrumen investasi.