

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Sukuk adalah surat berharga yang setara dengan obligasi, namun sesuai dengan prinsip-prinsip syariah Islam. Dalam pasar keuangan syariah, *Sukuk* dianggap sebagai alternatif yang sah menurut prinsip-prinsip syariah Islam, sebagaimana ditegaskan dalam firman Allah: "Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba." (QS. Al-Baqarah: 275). Ayat ini menjadi dasar bagi pengembangan sistem keuangan Islam yang bebas dari unsur riba, termasuk dalam pengelolaan *Sukuk* yang memberikan hasil berdasarkan keuntungan yang dihasilkan dari aktivitas halal (Benbekhti et al., 2019). Sebagai instrumen keuangan berbasis syariah, *Sukuk* memberikan kesempatan bagi investor untuk berinvestasi dengan cara yang sesuai dengan ajaran agama. Dalam hal ini, hadis Rasulullah SAW juga menegaskan pentingnya kejujuran dan keadilan dalam perdagangan: "Pedagang yang jujur dan amanah akan bersama para nabi, orang-orang yang benar, dan para syuhada di hari kiamat." (HR. Tirmidzi). Oleh karena itu, penerbitan dan pengelolaan *Sukuk* harus dilakukan dengan transparansi dan kejujuran, sehingga tidak hanya menguntungkan secara finansial, tetapi juga sesuai dengan nilai-nilai etis dalam Islam (Kareem et al., 2021).

Dalam beberapa dekade terakhir, pasar *Sukuk* mengalami perkembangan yang pesat, mencerminkan penerapan prinsip syariah secara global. Indonesia dan Malaysia, sebagai dua negara dengan pasar *Sukuk* terbesar di dunia, menunjukkan bagaimana instrumen keuangan ini dapat mendukung pertumbuhan ekonomi

sekaligus menjaga kepatuhan terhadap prinsip-prinsip syariah (Boukhatem, 2021; International Association of Electrical Inspectors, 2025; Muharam et al., 2019). Keberadaan pasar *Sukuk* yang berkembang pesat ini dipengaruhi oleh kebutuhan untuk alternatif investasi yang lebih etis dan transparan. Indonesia dan Malaysia merupakan negara dengan ekosistem keuangan syariah yang kuat serta peran penting dalam industri *Sukuk* global (Husain et al., 2022; Muharam et al., 2019). Kedua negara ini memiliki perbedaan dalam hal kebijakan ekonomi, regulasi pasar, serta kondisi pasar modal, yang pada gilirannya mempengaruhi tingkat hasil atau *Yield* dari *Sukuk* yang diterbitkan.

Perbedaan pasar *Sukuk* di Indonesia dan Malaysia penting untuk dipahami, agar dapat menganalisis dinamika pasar, kebijakan regulasi, serta *strategi* pengembangan *Sukuk* yang efektif dalam konteks masing-masing negara. Malaysia menerapkan pendekatan *top-down* dalam pengembangan ekonomi dan keuangan syariah, dengan peran dominan dari pemerintah dalam menetapkan kebijakan, menyediakan insentif, dan membangun infrastruktur pendukung (CNBC Indonesia, 2019; Nabitu, 2024). Di sisi lain, Indonesia cenderung mengadopsi pendekatan *bottom-up*, di mana inisiatif keuangan syariah banyak berasal dari komunitas dan sektor riil (Ramdani, 2023). Perbedaan lainnya terletak pada sistem perizinan, Malaysia memiliki lembaga tunggal seperti *Securities Commission* (SC) yang menangani seluruh proses perizinan dengan efisien, sedangkan di Indonesia proses ini tersebar di beberapa lembaga seperti Kementerian Keuangan dan Kementerian Hukum dan HAM, yang dapat memperlambat proses dan meningkatkan biaya penerbitan (Budiarso, A., 2019).

Sama halnya dengan pasar keuangan konvensional, pasar *Sukuk* juga menunjukkan beberapa kasus kegagalan. Kasus terbaru, seperti gagal bayar *Sukuk* PT Wijaya Karya (WIKA) di Indonesia pada Desember 2023, menunjukkan bagaimana kurangnya manajemen risiko dan ketidakjelasan tata kelola dapat memengaruhi kepercayaan investor (Robin et al., 2020). Begitu pula dengan skandal penyelewengan *Sukuk* senilai RM596 juta di Malaysia pada 2023, yang menyoroti risiko korupsi dalam penerbitan *Sukuk* (Primayanti, 2023). Kasus-kasus ini menekankan perlunya pemahaman mendalam tentang struktur, risiko, dan regulasi pasar *Sukuk* untuk mencegah terjadinya pelanggaran dan menjaga integritas pasar keuangan syariah. Dengan edukasi yang baik dan penerapan prinsip tata kelola yang kuat, pasar *Sukuk* dapat terus berkembang sebagai instrumen investasi yang adil, berkelanjutan, dan sesuai syariah (Fitrah & Soemitra, 2022).

Sebagai instrumen keuangan syariah yang merepresentasikan kepemilikan atas aset nyata, *Sukuk* menghasilkan imbal hasil atau *Yield* yang menjadi daya tarik utama bagi investor global. Tidak seperti obligasi konvensional yang berbasis bunga, *Sukuk Yield* mencerminkan aliran kas dari aset yang mendasarinya sesuai prinsip syariah, sehingga nilainya dipengaruhi oleh kinerja aset, struktur *Sukuk*, dan tingkat risiko yang melekat (Zulkhibri, M., 2015; Bacha, et al., 2023). Di pasar internasional, *Yield Sukuk* menjadi indikator penting untuk menilai risiko dan profitabilitas suatu penerbitan, dan sangat dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti peringkat kredit penerbit, kondisi makroekonomi global, kestabilan politik, serta likuiditas pasar *Sukuk* itu sendiri (Cakir & Raei, 2007; Zulkhibri, 2015).

Dapat diartikan bahwa *Sukuk Yield* adalah tingkat pengembalian atau hasil yang diperoleh dari investasi *Sukuk*, yang menjadi salah satu indikator utama dalam menilai daya tarik instrumen investasi berbasis syariah (Ahmed, H., & Khan, T., 2021; IFSB., 2022).

Setiap negara memiliki nilai *Yield* yang berbeda-beda, dipengaruhi oleh berbagai komponen, baik yang bersifat tidak langsung (*indirect factors*) maupun langsung (*direct factors*). Faktor tidak langsung mencakup kondisi makroekonomi seperti inflasi, suku bunga acuan, nilai tukar, kondisi politik, stabilitas fiskal, serta persepsi pasar terhadap kredibilitas pemerintah atau entitas penerbit (Cevik & Charap, 2015; Alim et al., 2020; OECD, 2021). Faktor-faktor ini tidak tercermin secara langsung dalam struktur *Sukuk*, tetapi sangat memengaruhi ekspektasi risiko dan imbal hasil oleh investor. Ketika nilai tukar rupiah melemah terhadap dolar AS dan suku bunga *The Fed* meningkat pada tahun 2018, *Yield Sukuk* ritel Indonesia naik signifikan untuk menjaga daya tarik investor, meskipun kupon dan struktur *Sukuk* tidak berubah. Sebaliknya, Malaysia tetap mampu menawarkan *Sukuk* dengan *Yield* rendah pada tahun yang sama karena kondisi fiskal dan ekonomi yang lebih stabil (OECD, 2021).

Faktor langsung yang mempengaruhi *Sukuk Yield* terdiri atas elemen-elemen yang melekat pada karakteristik *Sukuk* itu sendiri, yaitu *Coupon rate*, tenor (*maturity*), struktur *Sukuk*, dan peringkat kredit (*Sukuk rating*) (Ibrahim et al., 2019; Mohamed et al., 2017; Zaher & Hassan, 2020; Azmat et al., 2014). Faktor-faktor ini secara eksplisit membentuk dasar pengembalian dan persepsi risiko investor terhadap masing-masing *Sukuk*.

Beberapa penelitian sebelumnya telah mengidentifikasi faktor-faktor spesifik yang memengaruhi besaran *Yield Sukuk*, baik dari sisi karakteristik instrumen maupun persepsi risiko investor. *Coupon rate* ditemukan memiliki pengaruh positif terhadap *Yield Sukuk* karena dinilai sebagai indikator awal dari tingkat pengembalian investasi; semakin tinggi kupon, semakin tinggi pula *Yield* yang diharapkan oleh investor (Ibrahim et al., 2019; Mohamed et al., 2017). Selanjutnya, *maturity* atau tenor *Sukuk* juga berkorelasi positif dengan *Yield*, mengingat *Sukuk* jangka panjang cenderung lebih sensitif terhadap risiko suku bunga dan risiko kredit, sehingga investor meminta kompensasi imbal hasil yang lebih besar (Mohamed et al., 2017; Zaher & Hassan, 2020). Sementara itu, *Sukuk rating* yang lebih tinggi (*investment grade*) umumnya dikaitkan dengan *Yield* yang lebih rendah karena dianggap lebih aman dan memiliki risiko gagal bayar yang lebih kecil (Zaher & Hassan, 2020; Azmat et al., 2014). Adapun *struktur Sukuk* turut menentukan besaran *Yield*, di mana *Sukuk* berbasis *Ijarah* cenderung memiliki *Yield* yang lebih rendah dibanding *Mudarabah* atau *Musharakah*, karena karakteristiknya yang lebih pasti dan minim risiko bagi investor (Azmat et al., 2014; Ibrahim et al., 2019).

Beberapa studi sudah membahas pengaruh faktor-faktor *Sukuk* terhadap *Sukuk Yieldnya* di berbagai negara dalam rentang waktu tertentu, tetapi memiliki beberapa keterbatasan yang membuka ruang untuk studi lanjutan. Variabel-variabel yang digunakan dalam analisis sebelumnya sering kali dikaji secara terpisah, tanpa mempertimbangkan adanya interaksi atau efek moderasi dan mediasi antar faktor, seperti keterkaitan antara struktur *Sukuk* dan *rating* dalam

memengaruhi *Yield* (Zaher & Hassan, 2020; Mohamed et al., 2017). Meskipun beberapa studi telah dilakukan di negara-negara dengan pasar *Sukuk* aktif seperti Malaysia (Ibrahim et al., 2019; Azmat et al., 2014) dan Indonesia (Alim et al., 2020), kajian yang secara spesifik membandingkan atau mengeksplorasi konteks pasar Indonesia masih terbatas. Padahal Indonesia memiliki karakteristik pasar yang khas, baik dari sisi kebijakan fiskal, struktur penerbitan *Sukuk*, maupun preferensi investor domestik yang berbeda dengan Malaysia. Hasil-hasil penelitian yang ada juga belum konsisten secara empiris; terdapat perbedaan dalam arah dan pengaruh antar variabel di berbagai negara dan periode penelitian, yang menunjukkan belum adanya model determinan *Yield Sukuk* yang benar-benar komprehensif dan aplikatif dalam berbagai konteks (Mohamed et al., 2017; Zaher & Hassan, 2020; Alim et al., 2020). Maka dari itu, penelitian ini berupaya mengisi kekosongan tersebut dengan pendekatan yang lebih integratif antar faktor-faktor yang mempengaruhi *Sukuk Yield*, serta membandingkan kondisi nilai *Sukuk Yield* di Indonesia dan Malaysia. Berdasarkan *research gap* tersebut di atas, maka peneliti berminat untuk menganalisis perbedaan pengaruh *Coupon rate*, tenor (*maturity*), struktur *Sukuk*, dan peringkat kredit (*Sukuk rating*) terhadap *Sukuk Yield* di Indonesia dan Malaysia.

Coupon rate merupakan salah satu elemen penting dalam menentukan daya tarik suatu *Sukuk*, karena dapat mencerminkan imbal hasil yang diterima investor selama masa berlaku *Sukuk*. *Coupon rate* menjadi salah satu penentu utama *Yield* yang diharapkan oleh investor karena secara langsung mencerminkan tingkat pengembalian tetap yang diterima selama masa berlaku *Sukuk* (Mohamed

et al., 2017; Zaher & Hassan, 2020). *Coupon rate* pada *Sukuk* merujuk pada tingkat imbal hasil periodik yang dibayarkan kepada investor sebagai kompensasi atas kepemilikan instrumen tersebut, yang biasanya dinyatakan dalam persentase tahunan dari nilai nominal *Sukuk*. Berbeda dengan bunga dalam obligasi konvensional, *coupon* pada *Sukuk* disesuaikan dengan prinsip syariah dan merepresentasikan ujarah (fee), bagi hasil, atau sewa tergantung pada jenis akad yang digunakan, seperti *Ijarah*, *mudharabah*, atau *Musharakah* (Ibrahim et al., 2019; Azmat et al., 2014). Sebagai contoh, pada *Sukuk Ijarah*, *Coupon rate* dibayarkan dalam bentuk sewa atas aset yang mendasarinya. Dalam pasar, *Sukuk* dengan *Coupon rate* lebih tinggi umumnya lebih menarik, terutama ketika tingkat suku bunga pasar naik, meskipun tetap harus disesuaikan dengan tingkat risiko dan jenis struktur *Sukuk* yang digunakan.

Nilai *Coupon rate Sukuk* setiap negara berbeda-beda, khususnya Indonesia dan Malaysia, dapat dipengaruhi oleh sejumlah faktor, termasuk kondisi ekonomi makro, kebijakan fiskal, dan profil risiko pasar (Ibrahim et al., 2019; Zaher & Hassan, 2020). Di Malaysia, sebagai salah satu pasar *Sukuk* terbesar dan lebih mapan, *Sukuk* umumnya menawarkan *Coupon rate* yang lebih rendah, karena negara ini memiliki reputasi fiskal yang kuat dan stabilitas ekonomi yang lebih terjaga (Azmat et al., 2014; Cevik & Charap, 2015). Hal ini menjadikan investor lebih percaya terhadap kemampuannya untuk membayar kembali utang, yang tercermin dalam *Yield Sukuk* yang relatif rendah (Azmat et al., 2014; Ibrahim et al., 2019). *Sukuk* yang diterbitkan oleh Malaysia sering kali memiliki *Coupon rate* yang lebih rendah dibandingkan *Sukuk* yang diterbitkan oleh negara-negara

berkembang lainnya, karena dianggap memiliki risiko yang lebih kecil (Mohamed et al., 2017; Zaher & Hassan, 2020). Di sisi lain, Indonesia, sebagai negara berkembang dengan tingkat ketidakpastian ekonomi dan politik yang lebih tinggi, cenderung menawarkan *Sukuk* dengan *Coupon rate* yang lebih tinggi untuk menarik investor (Alim et al., 2020; Cevik & Charap, 2015). Hal ini disebabkan oleh kebutuhan untuk memberikan kompensasi atas risiko tambahan yang terkait dengan ketidakstabilan ekonomi dan politik, serta faktor-faktor seperti fluktuasi nilai tukar dan inflasi (OECD, 2021; Zaher & Hassan, 2020). Kasus pada tahun 2018, Indonesia menawarkan *Sukuk* ritel dengan *Coupon rate* yang lebih tinggi dibandingkan dengan Malaysia, sebagai respons terhadap tekanan eksternal seperti pelemahan rupiah dan peningkatan suku bunga global (Bank Indonesia, 2019; Kementerian Keuangan RI, 2018).

Tawaran nilai *Coupon rate* yang tinggi, akan meningkatkan peluang investasi karena akan menunjukkan besaran potensi pengembalian bagi investor. Sejumlah penelitian terdahulu secara konsisten menunjukkan bahwa *Coupon rate* memiliki pengaruh positif terhadap *Yield Sukuk*. Semakin tinggi *Coupon rate* yang ditawarkan, semakin besar pula *Yield* yang terbentuk di pasar sekunder, karena investor cenderung menilai kupon sebagai indikator awal dari tingkat pengembalian investasi (Mohamed et al., 2017; Ibrahim et al, 2019; Selasi, 2020). Hasil serupa juga diperoleh oleh Zaher dan Hassan (2020), yang menyatakan bahwa meskipun *Yield* akhir juga dipengaruhi oleh dinamika harga pasar dan kondisi makroekonomi, *Coupon rate* tetap menjadi komponen struktural utama yang membentuk ekspektasi awal investor terhadap pengembalian. Temuan-

temuan tersebut menunjukkan bahwa *Coupon rate* bukan hanya bagian dari struktur keuangan *Sukuk*, tetapi juga berfungsi sebagai sinyal pasar yang memengaruhi daya tarik instrumen tersebut (Ibrahim et al., 2019; Mohamed et al., 2017; Zaher & Hassan, 2020).

Beberapa peneliti, seperti Rahim dan Zakaria (2018), Abdullah et al. (2020), dan Al-Amri (2015), menemukan bahwa *Coupon rate* tidak selalu menjadi faktor signifikan dalam menentukan *Yield Sukuk*. Dalam konteks Malaysia, Rahim dan Zakaria (2018) serta Abdullah et al. (2020) menunjukkan bahwa pasar lebih responsif terhadap faktor seperti *credit rating*, struktur akad, dan *maturity*, dibandingkan besaran kupon, terutama dalam kondisi pasar yang stabil. Sementara itu, Al-Amri (2015) yang meneliti pasar *Sukuk* di kawasan Teluk menemukan bahwa ketika permintaan investor tinggi dan likuiditas meningkat, pengaruh *Coupon rate* terhadap *Yield* menjadi tidak signifikan karena investor lebih fokus pada reputasi penerbit dan arus kas *Sukuk*. Temuan-temuan ini menunjukkan bahwa pengaruh *Coupon rate* terhadap *Yield* bersifat kontekstual, tergantung pada jenis *Sukuk*, struktur pasar, serta preferensi investor di masing-masing wilayah (Rahim & Zakaria, 2018; Abdullah et al., 2020; Al-Amri, 2015).

Pada dasarnya, investor akan cenderung memilih *Sukuk* yang menawarkan kupon lebih tinggi, namun nilai *Coupon rate* tidak selalu memberikan hubungan yang signifikan terhadap *Sukuk Yield*, sehingga perlu diperhatikan faktor lain, salah satu *maturity* pengembalian dana. Jangka waktu atau *maturity Sukuk* juga memainkan peran penting dalam menentukan *Yield Sukuk*. *Sukuk* dengan jangka waktu yang lebih panjang biasanya menawarkan *Coupon rate* yang lebih tinggi

sebagai kompensasi atas risiko yang terkait dengan ketidakpastian ekonomi jangka panjang (Saeed et al., 2021; Yildirim et al., 2020; Rahman et al., 2022). Jangka waktu atau *maturity* menggambarkan periode di mana investor menerima pembayaran kupon secara berkala sebelum pokok investasi dikembalikan pada saat jatuh tempo. Semakin panjang jangka waktu suatu *Sukuk*, semakin besar ketidakpastian yang mungkin terjadi, seperti fluktuasi suku bunga, perubahan kebijakan fiskal, dan volatilitas pasar keuangan (Yildirim et al., 2020; Ibrahim et al., 2019; Mohamed et al., 2017).

Maturity dalam *Sukuk* adalah waktu jatuh tempo ketika penerbit wajib mengembalikan pokok dana kepada investor sesuai dengan akad syariah yang digunakan (Melzatia et al., 2018; Yildirim et al., 2020). Konsep ini penting karena menentukan durasi investasi dan arus kas yang akan diterima investor. Secara umum struktur jangka waktu (*maturity*) *Sukuk* di Indonesia dan Malaysia relatif serupa, yaitu berkisar antara jangka pendek yang di bawah 5 tahun hingga jangka panjang dengan waktu di atas 10 tahun. Pengaruhnya terhadap *Yield* dapat berbeda tergantung pada kondisi pasar dan persepsi risiko di masing-masing negara. Di Malaysia, *Sukuk* dengan *maturity* panjang cenderung tidak mengalami lonjakan *Yield* yang signifikan karena stabilitas ekonomi dan reputasi fiskal yang kuat memberikan keyakinan lebih kepada investor, sehingga risiko jangka panjang dinilai lebih rendah (Azmat et al., 2014; Saeed et al., 2021). Sebaliknya, di Indonesia, *Sukuk* dengan *maturity* lebih panjang umumnya memiliki *Yield* yang lebih tinggi karena adanya persepsi risiko yang lebih besar terkait ketidakpastian ekonomi jangka panjang, volatilitas nilai tukar, serta dinamika politik domestik

(Cevik & Charap, 2015; Alim et al., 2020; Yıldırım et al., 2020). Dengan demikian, meskipun *maturity* yang ditawarkan oleh kedua negara bisa saja serupa secara teknis, pengaruhnya terhadap *Yield* mencerminkan kondisi struktural dan kepercayaan pasar yang berbeda di antara keduanya.

Sejumlah penelitian terdahulu menunjukkan bahwa *maturity* atau jangka waktu *Sukuk* memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *Sukuk Yield*. Mohamed et al. (2017) menemukan bahwa semakin panjang jangka waktu *Sukuk*, semakin tinggi *Yield* yang diminta investor, sejalan dengan prinsip kompensasi atas risiko jangka panjang. Penelitian serupa oleh Ibrahim et al. (2019) dan Yıldırım et al. (2020) juga mengonfirmasi bahwa *maturity* berperan penting dalam pembentukan *Yield*, terutama dalam pasar yang berisiko atau belum sepenuhnya stabil. Namun, beberapa studi lain menunjukkan hasil yang berbeda. Misalnya, Rahim dan Zakaria (2018) dalam kajiannya terhadap *Sukuk* korporasi di Malaysia menyatakan bahwa *maturity* tidak selalu berpengaruh signifikan terhadap *Yield*, karena investor lebih mempertimbangkan *rating* kredit dan struktur akad. Al-Amri (2015) juga menemukan bahwa dalam kondisi likuiditas pasar tinggi dan permintaan *Sukuk* kuat, pengaruh *maturity* terhadap *Yield* menjadi lebih lemah. Perbedaan hasil ini menunjukkan bahwa pengaruh *maturity* bersifat kontekstual terhadap *Sukuk Yield*, tergantung pada faktor lainnya (Mohamed et al., 2017; Ibrahim et al., 2019; Yıldırım et al., 2020; Rahim & Zakaria, 2018; Al-Amri, 2015).

Di Indonesia dan Malaysia, perbedaan dalam jangka waktu *Sukuk* dapat mempengaruhi *Yield* yang ditawarkan, di mana *Sukuk* dengan *maturity* lebih

panjang di kedua negara cenderung memberikan imbal hasil yang lebih tinggi dibandingkan dengan *Sukuk* jangka pendek (Kartini & Milawati, 2020). *Sukuk* jangka panjang dapat lebih rentan terhadap fluktuasi tingkat suku bunga dan inflasi, sehingga menawarkan imbal hasil yang lebih tinggi menjadi salah satu cara untuk menarik minat investor (Primambudi, 2023). Tidak semua investor siap dengan ketidakpastian yang lebih tinggi, sehingga preferensi mereka terhadap *Sukuk* dengan jangka waktu lebih pendek juga cukup besar (Saeed et al., 2021). Faktor ekonomi makro seperti tingkat inflasi dan kebijakan fiskal juga mempengaruhi preferensi investor terhadap *Sukuk* dengan jangka waktu tertentu. Di negara dengan inflasi yang tinggi, misalnya, investor mungkin lebih cenderung memilih *Sukuk* jangka pendek agar dapat lebih cepat menyesuaikan investasi mereka dengan kondisi ekonomi yang berubah. Sementara itu, di negara dengan kebijakan moneter yang lebih stabil, *Sukuk* dengan jangka waktu lebih panjang tetap menarik meskipun ada ketidakpastian ekonomi (Selasi, 2020). Dengan demikian, investor harus mempertimbangkan baik jangka waktu *Sukuk* dan potensi risiko yang mungkin timbul selama periode tersebut.

Di samping pengaruh *Coupon rate* dan *maturity*, faktor *Sukuk rating* juga memberikan peran penting terhadap fluktuasi perubahan *Sukuk Yield*. *Rating Sukuk* mencerminkan kualitas kredit dan kemampuan penerbit *Sukuk* untuk memenuhi kewajibannya, semakin tinggi *rating Sukuk*, semakin rendah tingkat *Yield* yang ditawarkan karena *Sukuk* dengan *rating* tinggi dianggap lebih aman dan stabil (Saeed et al., 2021; Qizam, 2021; Wijaya, 2022). *Sukuk* dengan peringkat tinggi umumnya diterbitkan oleh institusi dengan stabilitas keuangan

yang baik, seperti pemerintah atau perusahaan besar, yang memperlihatkan rekam jejak positif dalam pengelolaan utang dan likuiditas. Hal ini membuat *Sukuk* tersebut lebih diminati meskipun memberikan pengembalian yang lebih rendah. Sebaliknya, *Sukuk* dengan *rating* rendah dianggap memiliki risiko yang lebih tinggi, sehingga harus menawarkan *Yield* yang lebih besar sebagai kompensasi atas potensi ketidakpastian pembayaran (Keshminder et al., 2021; Alim et al., 2020).

Pengaruh *Sukuk rating* terhadap *Sukuk Yield* menjadi banyak objek studi pada peneliti-peneliti sebelumnya, yang menyatakan terdapat hubungan antara *Sukuk Yield* dan *Sukuk rating*. Sebagian besar penelitian menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif yang signifikan antara *Sukuk rating* dan *Sukuk Yield*, di mana semakin tinggi *rating*, semakin rendah *Yield* yang ditawarkan. Temuan ini didukung oleh penelitian Saeed et al. (2021), Qizam (2021), dan Wijaya (2022) yang menunjukkan bahwa *Sukuk* dengan *rating* tinggi, seperti investment grade, cenderung memberikan *Yield* lebih rendah karena dianggap lebih aman dan stabil oleh investor. Hal serupa juga dikemukakan oleh Alim et al. (2020), yang menemukan bahwa perubahan peringkat oleh lembaga pemeringkat langsung tercermin dalam penyesuaian *Yield Sukuk* di pasar. Namun demikian, beberapa studi lain menunjukkan hasil yang berbeda, studi oleh Keshminder et al. (2021) dan Rahim dan Zakaria (2018) menemukan bahwa dalam konteks tertentu, *Sukuk rating* tidak berpengaruh signifikan terhadap *Yield*. Perbedaan temuan ini menunjukkan bahwa pengaruh *Sukuk rating* terhadap *Yield* bersifat kontekstual, baik di Indonesia dan Malaysia memiliki perbedaan *Sukuk Yield* dengan nilai *Sukuk rating* yang berbeda-beda juga.

Perbedaan pengaruh *Sukuk rating* terhadap *Sukuk Yield* di Indonesia dan Malaysia yang memiliki karakteristik pasar dan tingkat kepercayaan investor yang berbeda. Di Malaysia, sebagai pasar *Sukuk* yang lebih matang dan telah lama dikembangkan, *Sukuk* dengan *rating* tinggi seperti yang diterbitkan oleh entitas syariah ternama sering kali memperoleh *Yield* yang relatif rendah, berkisar antara 2,5% hingga 4% untuk tenor menengah-panjang (Azmat et al., 2014). Hal ini terjadi karena Malaysia memiliki reputasi fiskal yang kuat, tingkat inflasi yang stabil, serta ekosistem keuangan syariah yang telah terintegrasi dengan baik (Ibrahim et al., 2019; Saeed et al., 2021). Sebaliknya, di Indonesia, *Sukuk* dengan *rating* yang serupa—misalnya *Sukuk* negara yang dinilai investment grade oleh Pefindo atau lembaga internasional seperti Moody's dan Fitch—masih menawarkan *Yield* yang lebih tinggi, yaitu pada kisaran 5% hingga 7%, tergantung pada tenor dan jenis *Sukuk*nya (Kementerian Keuangan RI, 2022; Bank Indonesia, 2023). Pada penerbitan *Sukuk* Negara Ritel (SR012) tahun 2019 di Indonesia dengan *rating* “idAAA”, tingkat kupon yang ditawarkan adalah 8,30%, sedangkan *Sukuk* global Malaysia pada tahun yang sama dengan *rating* serupa hanya menawarkan kupon 3,75% (Kemenkeu RI, 2019; IMF, 2020).

Struktur *Sukuk* juga memberikan pertimbangan penting bagi investor dalam mengevaluasi tingkat risiko dan potensi imbal hasil (*Yield*) dari suatu instrumen, karena *Sukuk Yield* juga dipengaruhi oleh *Sukuk* yang diterapkan. Struktur merujuk pada jenis akad syariah yang digunakan dalam penerbitan *Sukuk*, seperti *Ijarah* (sewa), *mudharabah* (bagi hasil), *Musharakah* (kemitraan), dan *murabahah* (jual beli). Menurut teori risk-return trade-off dalam keuangan,

semakin tinggi risiko yang diasosiasikan dengan suatu instrumen, maka semakin tinggi pula kompensasi imbal hasil yang diharapkan oleh investor (Sharpe, 1964; Markowitz, 1952). Dalam konteks *Sukuk*, teori ini sangat relevan karena setiap jenis struktur membawa tingkat kepastian arus kas dan keterlibatan risiko yang berbeda. *Sukuk Ijarah* cenderung dianggap lebih stabil karena didasarkan pada arus kas tetap dari pembayaran sewa yang terjadwal, sehingga menghasilkan *Yield* yang lebih rendah (Azmat et al., 2014; Yıldırım et al., 2020).

Pada prinsip *deterministic cash flow*, dikaitkan dengan *Sukuk*, arus kas yang dapat diprediksi menurunkan premi risiko. *Sukuk mudharabah* dan *Musharakah*, yang berbasis pada bagi hasil dari aktivitas usaha atau proyek bisnis, memiliki arus kas yang lebih fluktuatif karena tergantung pada kinerja aktual dari kegiatan ekonomi yang dibiayai (Ibrahim et al., 2019; Saeed et al., 2021). Secara teoritis, hal ini didukung oleh *agency theory*, yang menyatakan bahwa hubungan kontraktual antara investor dan manajer proyek (dalam hal ini penerbit *Sukuk*) mengandung risiko moral hazard dan asimetri informasi, terutama pada akad *mudharabah* dan *Musharakah* (Jensen & Meckling, 1976).

Indonesia dan Malaysia, sebagai dua pasar *Sukuk* terbesar di kawasan Asia Tenggara, memiliki perbedaan signifikan dalam hal struktur *Sukuk* yang dominan digunakan, yang mencerminkan pendekatan regulasi, kebutuhan pasar, dan karakteristik investor masing-masing negara. Di Malaysia, struktur *Sukuk* yang paling banyak digunakan adalah *Ijarah*, *murabahah*, dan *Wakalah bi al-istithmar*. Negara ini dikenal dengan pendekatannya yang pragmatis dan inovatif dalam pengembangan instrumen keuangan syariah, termasuk penerapan struktur hybrid

Sukuk atau *Sukuk* gabungan untuk menyesuaikan dengan preferensi investor global dan efisiensi pasar (Azmat et al., 2014; Zulhibri, 2015; Securities Commission Malaysia, 2021). Struktur *Wakalah*, memungkinkan penggunaan aset tidak tetap dan fleksibilitas dalam penataan arus kas, sehingga menjadi pilihan populer dalam penerbitan *Sukuk* korporasi maupun negara (Abdullah et al., 2020; Iqbal & Mirakhor, 2017). Sebaliknya, Indonesia cenderung lebih fokus pada struktur yang dianggap lebih *shariah-compliant* secara ketat, seperti *Ijarah* dan *mudharabah* (Kemenkeu RI, 2023; Ascarya, 2021). Pada *Sukuk* korporasi, struktur *mudharabah* dan *Musharakah* lebih sering ditemukan karena sifatnya yang sesuai dengan pembiayaan usaha atau investasi (OJK, 2022; Rini et al., 2020).

Perbedaan struktur *Sukuk* berdampak pada daya tarik investor dan tingkat *Yield* yang ditawarkan oleh masing-masing negara. Beberapa penelitian terdahulu menunjukkan bahwa struktur *Sukuk* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap tingkat *Yield* yang ditawarkan kepada investor. *Sukuk* dengan struktur *Ijarah* cenderung memberikan *Yield* yang lebih rendah dibandingkan *mudharabah* atau *Musharakah*, karena arus kasnya yang lebih pasti dan stabil dianggap memiliki risiko lebih rendah (Azmat et al., 2014; Yıldırım et al., 2020). Investor juga lebih menyukai struktur yang menjanjikan kepastian pembayaran, sehingga bersedia menerima tingkat *Yield* yang lebih rendah (Saeed et al., 2021; Ibrahim et al., 2019). Jenis akad yang digunakan dalam *Sukuk* sangat memengaruhi persepsi risiko investor, yang pada akhirnya tercermin dalam variasi *Yield* antar struktur (Abdullah et al., 2020; Qizam, 2021; Haron & Ibrahim, 2012).

Dengan melihat latar belakang yang telah diuraikan, serta memberikan pembeda dengan penelitian-penelitian yang sudah dilakukan sebelumnya, topik yang layak dan menarik untuk dilakukan studi adalah analisis perbedaan pengaruh *Coupon rate*, *maturity*, *Sukuk rating*, dan struktur *Sukuk* terhadap *Sukuk Yield* di Indonesia dan Malaysia. Faktor-faktor tersebut memainkan peran sentral dalam menentukan tingkat pengembalian yang ditawarkan oleh *Sukuk*, yang pada gilirannya mempengaruhi keputusan investasi. Perbedaan pasar *Sukuk* antara Indonesia dan Malaysia menarik diobservasi karena meskipun Indonesia dan Malaysia sama-sama merupakan pasar *Sukuk* besar se-Asia Tenggara, masing-masing negara memiliki karakteristik ekonomi, regulasi, dan kebijakan fiskal yang berbeda yang dapat memengaruhi cara faktor-faktor tersebut diterapkan dan memengaruhi *Yield Sukuk*. Oleh karena itu, studi ini tidak hanya mengkaji pengaruh faktor-faktor tersebut dalam konteks masing-masing negara, tetapi juga membandingkan bagaimana interaksi antara faktor-faktor tersebut dapat menghasilkan perbedaan yang signifikan dalam *Sukuk Yield* antara Indonesia dan Malaysia, sehingga studi ini dilaksanakan melalui tulisan berjudul “*Sukuk Yield* Indonesia dan Malaysia: Analisis perbedaan pengaruh *Coupon rate*, *maturity*, *Sukuk rating*, dan struktur *Sukuk*.”

1.2. Perumusan Masalah

Dalam penelitian ini, perumusan masalah difokuskan pada analisis pengaruh berbagai faktor terhadap *Sukuk Yield* di Indonesia dan Malaysia, dua negara dengan pangsa pasar *Sukuk* terbesar di dunia. Variabel-variabel seperti

Coupon rate, *maturity*, *Sukuk rating*, dan struktur *Sukuk* dipilih karena secara teoritis dan empiris memiliki hubungan yang signifikan terhadap *Sukuk Yield*. Untuk memperoleh gambaran kondisi objek studi tersebut, dirumuskan sejumlah masalah penelitian sebagai berikut:

- 1) Apakah *Coupon rate* berpengaruh signifikan terhadap *Sukuk Yield* di Indonesia dan Malaysia?
- 2) Apakah *maturity Sukuk* memiliki pengaruh signifikan terhadap *Sukuk Yield* di Indonesia dan Malaysia?
- 3) Apakah *Sukuk rating* secara signifikan memengaruhi *Sukuk Yield* di Indonesia dan Malaysia?
- 4) Apakah struktur *Sukuk* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Sukuk Yield* di Indonesia dan Malaysia?
- 5) Apakah terdapat perbedaan pengaruh yang signifikan antara *Coupon rate*, *maturity*, *Sukuk rating*, dan struktur *Sukuk* dengan *Sukuk Yield* antara Indonesia dan Malaysia?

1.3. Tujuan Penelitian

Berikut adalah tujuan penelitian yang dapat disusun berdasarkan judul dan perumusan masalah:

- 1) Untuk menganalisis pengaruh *Coupon rate* terhadap *Sukuk Yield* di Indonesia dan Malaysia.
- 2) Untuk menganalisis pengaruh *maturity Sukuk* terhadap *Sukuk Yield* di Indonesia dan Malaysia.

- 3) Untuk menganalisis pengaruh *Sukuk rating* terhadap *Sukuk Yield* di Indonesia dan Malaysia.
- 4) Untuk menganalisis pengaruh struktur *Sukuk* terhadap *Sukuk Yield* di Indonesia dan Malaysia.
- 5) Mengeksplorasi perbedaan signifikan dalam pengaruh *Coupon rate*, *maturity*, *Sukuk rating*, dan struktur *Sukuk* terhadap *Sukuk Yield* antara Indonesia dan Malaysia.

1.4. Manfaat Penelitian

Dari penelitian yang dilakukan oleh peneliti, terdapat beberapa manfaat yang diharapkan yaitu:

1. Manfaat Teoritis. Manfaat yang diterima untuk bidang pengetahuan, diantaranya:
 - Memberikan kontribusi bagi pengembangan literatur akademik terkait *Sukuk Yield*, khususnya dalam konteks analisis perbedaan antara Indonesia dan Malaysia.
 - Memperkuat pemahaman teoritis mengenai pengaruh variabel *Coupon rate*, *maturity*, *Sukuk rating*, dan struktur *Sukuk* terhadap *Yield Sukuk*.
 - Menyediakan referensi empiris yang dapat digunakan dalam kajian-kajian selanjutnya tentang instrumen keuangan syariah, terutama *Sukuk* di kawasan ASEAN.

2. Manfaat Praktis. Manfaat yang diterima bagi bidang-bidang yang bersangkutan, yaitu untuk pemerintah atau instansi perbankan sukuk dalam pengambilan keputusan dan kebijakan lainnya.
- Memberikan informasi yang bermanfaat bagi investor, baik domestik maupun internasional, untuk memahami faktor-faktor yang memengaruhi *Sukuk Yield* di Indonesia dan Malaysia, sehingga dapat mendukung pengambilan keputusan investasi.
 - Menjadi panduan bagi pemerintah dan regulator di Indonesia dan Malaysia dalam merumuskan kebijakan yang mendukung pengembangan pasar *Sukuk* secara lebih kompetitif dan menarik bagi investor.
 - Membantu lembaga keuangan dan penerbit *Sukuk* dalam merancang struktur *Sukuk* yang optimal dan sesuai dengan kebutuhan pasar.
 - Meningkatkan pemahaman masyarakat luas tentang peran *Sukuk* sebagai instrumen investasi berbasis syariah yang mendukung stabilitas dan pertumbuhan ekonomi.
 - Memberikan rekomendasi bagi pengambil kebijakan di pasar keuangan syariah ASEAN untuk meningkatkan integrasi dan daya saing pasar *Sukuk* di kawasan regional.