

Pengaruh *Leverage*, Profitabilitas, dan Likuiditas terhadap *Yield to Maturity* Sukuk Korporasi pada Saat Penerbitan: Peran Inflasi sebagai Variabel Moderasi
(Studi pada Sukuk Korporasi di Indonesia tahun 2021-2025)

TESIS

Oleh :

Moh Syarif Jauhari

(240504210017)



PROGRAM MAGISTER EKONOMI SYARIAH

PASCASARJANA

**UNIVERSITAS ISLAM NEGERI MAULANA MALIK IBRAHIM
MALANG**

2026

Pengaruh *Leverage*, Profitabilitas, dan Likuiditas terhadap *Yield to Maturity* Sukuk Korporasi pada Saat Penerbitan: Peran Inflasi sebagai Variabel Moderasi
(Studi pada Sukuk Korporasi di Indonesia tahun 2021-2025)

TESIS

Disusun untuk penelitian Tesis pada:

Program Magister Ekonomi Syariah Pascasarjana Universitas Islam

Maulana Malik Ibrahim Malang



Oleh :

Moh Syarif Jauhari

(240504210017)

PROGRAM MAGISTER EKONOMI SYARIAH

PASCASARJANA

**UNIVERSITAS ISLAM NEGERI MAULANA MALIK IBRAHIM
MALANG**

2026

HALAMAN MOTTO

فَاعْلَمْ أَنَّهُ لَا إِلَهَ إِلَّا اللَّهُ

“Maka ketahuilah, bahwa tidak ada Tuhan selain Allah.”

(QS. Muhammad: 19)

“Dalam setiap pilihan selalu ada peluang yang dikorbankan. Namun, ilmu menuntun manusia untuk memahami nilai dari setiap keputusan, sehingga yang dipilih bukan hanya yang paling menguntungkan, tetapi yang paling mendatangkan maslahat, keberkahan, dan ridha Allah SWT.”

(Penulis)

KATA PENGANTAR

Assalamualaikum wr. wb.

Segala puji bagi Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat, taufik, hidayah, serta karunia-Nya kepada kita semua, sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis yang berjudul **“Pengaruh *Leverage*, *Profitabilitas*, dan *Likuiditas* terhadap *Yield to Maturity* Sukuk Korporasi pada Saat Penerbitan: Peran Inflasi sebagai Variabel Moderasi (Studi pada Sukuk Korporasi di Indonesia Tahun 2021-2025)”**. Shalawat serta salam semoga senantiasa tercurahkan kepada junjungan kita Nabi Muhammad SAW., uswah hasanah yang telah membimbing umat manusia dari jalan kegelapan menuju jalan kebaikan dan kebenaran. Shalawat dan salam juga semoga tercurahkan kepada keluarga beliau, para sahabat, serta seluruh umatnya yang senantiasa istiqamah mengikuti ajaran beliau hingga akhir zaman.

Tesis ini disusun untuk memenuhi salah satu syarat dalam menyelesaikan Program Magister (S2) pada Program Studi Magister Ekonomi Syariah, Pascasarjana Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang. Dalam proses penyusunan skripsi ini, penulis menyadari bahwa penyelesaian karya ilmiah ini tidak terlepas dari bantuan, bimbingan, dukungan, doa, serta arahan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dengan segala kerendahan hati, penulis menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Ibu Prof.Dr.Hj. Ilfi Nur Diana, M.Si., CAHRM., CRMP., selaku Rektor Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang.
2. Bapak Prof. Dr. H. Agus Maimun, M.Pd., selaku Direktur Pascasarjana Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang.
3. Bapak Eko Suprayitno, SE, M.Si., Ph.D., selaku Ketua Program Studi Magister Ekonomi Syariah Pascasarjana Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang.
4. Ibu Dr. Nanik Wahyuni, SE, M.Si., Ak., CA. dan Bapak Dr. Muhammad Sulhan, SE, MM, selaku dosen pembimbing yang telah membimbing, mengarahkan, memberikan saran, masukan, serta solusi dengan penuh kesabaran selama proses penyusunan tesis ini hingga selesai.
5. Bapak dan Ibu Dosen Program Studi Magister Ekonomi Syariah Pascasarjana Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang yang telah memberikan ilmu, bimbingan, dan pengalaman berharga kepada penulis selama menempuh pendidikan.

6. Segenap dosen dan karyawan Pascasarjana Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang yang telah memberikan pelayanan, bantuan, dan dukungan selama penulis menempuh studi.
7. Penulis dipersembahkan penghargaan terdalam kepada diri sendiri, Moh Syarif Jauhari, seorang putra sulung yang terus berjuang demi martabat keluarga. Terima kasih telah memilih untuk bertahan, melangkah sejauh ini, dan melewati berbagai dinamika kehidupan yang tidak selalu mudah. Terima kasih telah berani jujur pada diri sendiri, tetap berdiri di tengah keterbatasan, serta terus berusaha meski tidak semua perjuangan terlihat oleh orang lain. Penulis bangga atas setiap langkah kecil yang telah dicapai dan setiap pencapaian yang meskipun sunyi dari perayaan, tetap memiliki makna yang besar. Semoga diri ini senantiasa mampu menjaga kesabaran, ikhlas, dan terus bertumbuh menuju kehidupan yang lebih baik.
8. Teruntuk orang tua tercinta, Ibu Siti Rahmah dan almarhum Bapak Ashari. Karya ini penulis dipersembahkan sebagai tanda bakti, hormat, pengabdian, dan rasa terima kasih yang tiada terhingga. Secara khusus, penulis mempersembahkan karya ini kepada Ibu, sosok perempuan tangguh yang telah memperjuangkan segalanya dan bekerja keras sebagai orang tua tunggal. Terima kasih atas kasih sayang, cinta, doa, dukungan, pengorbanan, serta ketulusan yang tidak pernah berhenti mengiringi langkah penulis. Meskipun kedua orang tua penulis tidak sempat merasakan pendidikan tinggi, namun keduanya telah berhasil mendidik, memotivasi, dan memberikan penulis hingga mampu menyelesaikan pendidikan pada jenjang magister. Semoga pencapaian ini menjadi salah satu bentuk kebahagiaan dan kebanggaan bagi Ibu dan Bapak, meskipun kini Bapak telah berada di alam yang berbeda.
9. Kepada rahasia terbaik yang Allah SWT simpan di Lauhul Mahfudz, terima kasih telah menjadi motivasi yang tidak tampak namun tetap memberi kekuatan dalam menyelesaikan karya ini. Saat ini, mungkin wajahmu belum menyapa netraku, dan aku belum mengetahui di mana kamu sedang menata hidup. Namun, penulis percaya bahwa setiap takdir terbaik akan datang pada waktu yang telah Allah tetapkan. Semoga proses memperbaiki diri ini menjadi bagian dari ikhtiar untuk menyambut masa depan yang lebih baik. Penulis berkeyakinan bahwa apabila Allah telah menetapkan pertemuan, maka tidak ada satu pun yang mampu menghalanginya.
10. Kepada saudara-saudara penulis di Keluarga Kontrakan Gang Manggis: Syauqi, Ilham, Arif, dan Alim. Terima kasih telah menjadi rumah kedua

dan Saksi perjuangan penulis sejak masa awal menjadi mahasiswa hingga sampai pada titik ini. Persaudaraan, kebersamaan, canda, dukungan, dan semangat yang kalian berikan menjadi energi besar dalam perjalanan penulis. Tanpa kehadiran dan dukungan kalian, proses panjang ini tentu akan terasa jauh lebih berat.

11. Seluruh teman, sahabat, dan pihak-pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu. Terima kasih atas segala doa, semangat, bantuan, dan dukungan yang telah diberikan kepada penulis dalam proses penyusunan tesis ini.

Penulis menyadari bahwa tesis ini masih memiliki kekurangan dan keterbatasan. Oleh karena itu, penulis sangat mengharapkan kritik dan saran yang membangun demi penyempurnaan karya ilmiah ini di masa mendatang. Besar harapan penulis, semoga tesis ini dapat memberikan manfaat, baik bagi penulis secara pribadi, bagi pengembangan keilmuan ekonomi syariah, bagi masyarakat, bagi pemangku kebijakan, maupun bagi para pembaca pada umumnya.

Wassalamualaikum wr. wb.

Malang, 21 Mei 2026

Penulis,

Moh Syarif Jauhari

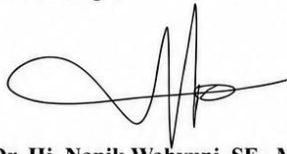
Lembar Persetujuan

LEMBAR PERSETUJUAN TESIS

**Pengaruh Leverage, Profitabilitas, dan Likuiditas terhadap *Yield to Maturity* Sukuk
Korporasi pada Saat Penerbitan: Peran Inflasi sebagai Variabel Moderasi
(Studi pada Sukuk Korporasi di Indonesia tahun 2021-2025)**

Telah diperiksa dan disetujui untuk diuji,

Pembimbing I,



Dr. Hj. Nanik Wahyuni, SE., M.Si., Ak.CA
NIP. 197504262016812042

Pembimbing II,



Dr. Muhammad Sulhan, SE., M. M
NIP. 197203222008012005

Mengetahui,

Ketua Program Studi Magister Ekonomi Syariah,



Eko Supriyono, SE., M. Si., Ph. D
NIP. 197511091999031003

Lembar Pengesahan



KEMENTERIAN AGAMA REPUBLIK INDONESIA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG
PASCASARJANA

Jl. Ir. Soekarno No. 34 Dadaprejo Kota Batu 65323, Telp. (0341) 531133 Fax. (0341) 531130
Website: <http://pasca.uin-malang.ac.id>, email: pps@uin-malang.ac.id

LEMBAR PENGESAHAN TESIS

Dewan penguji tesis saudara Moh Syarif Jauhari, NIM 240504210017, Mahasiswa Program
Studi Magister Ekonomi Syariah Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang
dengan judul:

**PENGARUH *LEVERAGE*, PROFITABILITAS DAN LIKUIDITAS TERHADAP
YIELD TO MATURITY SUKUK KORPORASI PADA SAAT PENERBITAN: PERAN
INFLASI SEBAGAI VARIABEL MODERASI**

(Studi Pada Sukuk Korporasi di Indonesia tahun 2021-2025)

Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji

Pada tanggal 22 Juni 2026

Dewan Penguji:

1. **Dr. H. Ahmad Djalaludin, Lc., M.A.**
NIP. 1973071920060411003

(.....)
Penguji Utama

2. **Dr. Vivin Maharani Ekowati, M.Si., MM**
NIP. 19750426 20160801 2 042

(.....)
Ketua Penguji

3. **Dr. H. Nanik Wahyuni, S.E., M.Si., Ak, CA.**
NIP. 19720322200801 2 005

(.....)
Pembimbing I/Penguji

4. **Dr. Muhammad Sulhan, S.E., MM.**
NIP. 19740604200604 1 002

(.....)
Pembimbing II/Sekretaris

Mengetahui,
Direktur Pascasarjana



Prof. Dr. H. Agus Maimun, M.Pd
NIP. 196508171998031003

Lembar Pernyataan Pernyataan Orisinalitas

SURAT PERNYATAAN ORISINALITAS PENELITIAN

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Moh Syarif Jauhari

NIM : 240504210017

Program Studi : Magister Ekonomi Syariah

Menyatakan bahwa penelitian yang saya buat untuk memenuhi persyaratan kelulusan pada Pascasarjana Program Studi Ekonomi Syariah Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang, dengan judul:

“PENGARUH LEVERAGE, PROFITABILITAS dan LIKUIDITAS TERHADAP YIELD TO MATURITY SUKUK KORPORASI PADA SAAT PENERBITAN: PERAN INFLASI SEBAGAI VARIABEL MODERASI (Studi pada Sukuk Korporasi di Indonesia tahun 2021-2025)”

Adalah hasil karya saya sendiri, bukan “duplikasi” dari karya orang lain, kecuali pada bagian-bagian yang dirujuk sumbernya. Selanjutnya apabila dikemudian hari terdapat “klaim” dari pihak lain, bukan menjadi tanggung jawab Dosen Pembimbing atau pihak Kampus, tetapi menjadi tanggung jawab saya sendiri.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya dan tanpa paksaan siapapun.

Batu, 2 April 2026



Moh Syarif Jauhari

NIM. 240504210017

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR.....	ii
Lembar Persetujuan.....	vi
Lembar Pengesahan	vi
Lembar Pernyataan Pernyataan Orisinalitas	viii
BAB I	1
PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Rumusan Masalah	13
1.3. Tujuan Penelitian.....	14
BAB II.....	35
KAJIAN PUSTAKA	35
2.1. Penelitian Terdahulu.....	35
2.2. Landasan Teori	44
2.2.1. Grand Theory: Signaling Theory	44
2.1.1.1. Konsep Dasar Signaling Theory	45
2.2.2. Teori Pendukung Pertama: Fixed Income Pricing Theory	51
2.1.1.5. Konsep Dasar Fixed Income Pricing Theory	51
2.2.3. Teori Pendukung Kedua: Fisher Effect	58
2.2.3.1. Konsep Dasar <i>Fisher Effect</i>	59
2.2.4. Integrasi Signaling Theory, Fixed Income Pricing Theory, dan Fisher Effect	65
2.2.5. Implikasi Teori terhadap Model Penelitian	66
2.3. <i>Yield to Maturity</i> Sukuk Korporasi pada Saat Penerbitan	69
2.4. <i>Leverage (Debt to Equity Ratio/DER)</i>	73
2.5. Profitabilitas (<i>Return on Assets/ROA</i>)	77
2.6. Likuiditas (<i>Current Ratio/CR</i>)	81
2.7. Inflasi.....	85

2.8.	Kontrol Variabel Penelitian	89
2.9.	Hipotesis.....	93
2.10.	Kerangka Konseptual	114
BAB III		35
METODE PENELITIAN		35
3.1.	Jenis dan Pendekatan Penelitian.....	35
3.2.	Variabel Penelitian	36
3.3.	Populasi dan Sampel	43
3.3.1.	Populasi Penelitian	43
3.3.2.	Sampel Penelitian.....	44
3.3.3.	Distribusi Sampel Penelitian	46
3.4.	Data dan Sumber Data	48
3.5.	Teknik Pengumpulan Data	48
3.5.	Metode Analisis.....	49
3.5.1.	Statistik Deskriptif	50
3.5.2.	Uji Korelasi dan Multikolinearitas.....	51
3.5.3.	Estimasi Model Regresi	52
3.5.4.	Spesifikasi Model.....	53
3.5.5.	Uji Hipotesis	56
3.5.6.	Koefisien Determinasi.....	57
BAB IV		60
HASIL PENELITIAN.....		60
4.1.	Gambaran Umum Objek Penelitian	60
4.1.1.	Deskripsi Objek Penelitian.....	60
4.2.	Analisis Statistik Deskriptif	64
4.3.	Pengujian Awal Data	70
4.3.1.	Analisis Korelasi Antarvariabel	71
4.3.2.	Uji Multikolinearitas	75
4.4.	Hasil Estimasi Regresi	77
4.4.1.	Hasil Estimasi Model 1: Pengaruh Langsung DER, ROA, dan CR terhadap YTM	78

4.4.2.	Hasil Estimasi Model 2: Peran Inflasi sebagai Variabel Moderasi	83
4.4.3.	Perbandingan Model 1 dan Model 2	87
4.5.	Robustness Check	88
4.6.	Pengujian Hipotesis.....	92
4.7.	Pembahasan Hasil Penelitian	97
4.7.3.	Pengaruh Likuiditas terhadap YTM Sukuk Korporasi.....	105
4.7.4.	Peran Inflasi dalam Memoderasi Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap YTM.....	109
4.7.5.	Peran Inflasi dalam Memoderasi Pengaruh Profitabilitas terhadap YTM	113
4.7.6.	Peran Inflasi dalam Memoderasi Pengaruh Likuiditas terhadap YTM	117
BAB V.....		126
PENUTUP.....		126
5.1.	Kesimpulan	126
5.2.	Saran.....	128

DAFTAR TABEL

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu.....	36
Tabel 3. 1 Definisi Operasional Variabel.....	36
Tabel 3. 2 Populasi Penelitian Berdasarkan Tahun Penerbitan	44
Tabel 3. 3 Proses Penentuan Sampel Penelitian Berdasarkan Kriteria	45
Tabel 3. 4 Distribusi Sampel Penelitian Berdasarkan Tahun Penerbitan	47
Tabel 4. 1 Deskripsi Sampel Penelitian	62
Tabel 4. 2 Distribusi Sampel Berdasarkan Tahun.....	63
Tabel 4. 3 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian	65
Tabel 4. 4 Ringkasan Korelasi Variabel Penelitian dengan YTM	73
Tabel 4. 5 Hasil Uji Multikolinearitas.....	76
Tabel 4. 6 Hasil Estimasi Model 1	79
Tabel 4. 7 Hasil Estimasi Model 2	83
Tabel 4. 8 Perbandingan Model 1 dan Model 2	88
Tabel 4. 9 Robustness Check	89
Tabel 4. 10 Ringkasan Pengujian Hipotesis	92

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. 1 Perkembangan Sukuk Korporasi Melalui Penawaran Umum (<i>Outstanding</i> dan Akumulasi Penerbitan), 2020-2025	3
Gambar 2. 1 Kerangka Konseptual	115

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Tabulasi Data	139
Lampiran 2 Output Pengolahan Data	142
Lampiran 3 Biodata Peneliti.....	146

ABSTRAK

Moh Syarif Jauhari. 2026. TESIS. “Pengaruh *Leverage*, Profitabilitas, dan Likuiditas terhadap *Yield to Maturity* Sukuk Korporasi pada Saat Penerbitan: Peran Inflasi sebagai Variabel Moderasi” (Studi pada Sukuk Korporasi di Indonesia Tahun 2021-2025)

Pembimbing : Dr. Nanik Wahyuni, S.E., M.Si., Ak., CA.
Dr. Muhammad Sulhan, S.E., M.M.

Kata Kunci : *Inflasi, Leverage, Likuiditas, Profitabilitas, Sukuk Korporasi, Yield to Maturity*

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *leverage*, profitabilitas, dan likuiditas terhadap *Yield to Maturity* (YTM) sukuk korporasi pada saat penerbitan, serta menguji peran inflasi sebagai variabel moderasi. Fokus pada pasar perdana menjadi penting karena YTM saat penerbitan mencerminkan penilaian awal investor terhadap risiko emiten dan karakteristik instrumen, terutama pada periode 2021-2025 yang merepresentasikan dinamika pemulihan dan normalisasi pasar pasca-pandemi.

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder pada 157 observasi seri sukuk korporasi dari 33 emiten di Indonesia. Variabel penelitian meliputi *Debt to Equity Ratio* (DER), *Return on Assets* (ROA), *Current Ratio* (CR), inflasi, tenor, ukuran emisi, ukuran perusahaan, dan peringkat sukuk. Data dianalisis menggunakan *pooled Ordinary Least Squares* dengan *year fixed effects* dan *clustered standard errors* pada level emiten.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap YTM, sedangkan profitabilitas dan likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap YTM. Inflasi terbukti memperkuat pengaruh positif *leverage* terhadap YTM serta memperlemah pengaruh negatif profitabilitas dan likuiditas. Temuan ini menunjukkan bahwa investor mempertimbangkan kondisi fundamental emiten dan tekanan inflasi dalam menentukan imbal hasil sukuk di pasar perdana. Penelitian ini memperkuat relevansi *Signaling Theory*, *Fixed Income Pricing Theory*, dan *Fisher Effect* dalam menjelaskan pembentukan YTM sukuk korporasi.

ABSTRACT

Moh Syarif Jauhari. 2026. THESIS. “*The Effect of Leverage, Profitability, and Liquidity on the Yield to Maturity of Corporate Sukuk at Issuance: The Moderating Role of Inflation*” (A Study of Corporate Sukuk in Indonesia, 2021-2025)

Advisors : Dr. Nanik Wahyuni, S.E., M.Si., Ak., CA.
Dr. Muhammad Sulhan, S.E., M.M.

Keywords : *Corporate Sukuk, Inflation, Leverage, Liquidity, Profitability, Yield to Maturity*

This study aims to analyze the effect of leverage, profitability, and liquidity on the Yield to Maturity (YTM) of corporate sukuk at issuance, as well as to examine the moderating role of inflation in these relationships. The focus on the primary market is important because YTM at issuance reflects investors' initial assessment of issuer risk and instrument characteristics, particularly during the 2021-2025 period, which represents the dynamics of post-pandemic market recovery and normalization.

This study employs a quantitative approach using secondary data from 157 corporate sukuk series observations issued by 33 issuers in Indonesia. The research variables include Debt to Equity Ratio (DER), Return on Assets (ROA), Current Ratio (CR), inflation, tenor, issue size, firm size, and sukuk rating. The data are analyzed using pooled Ordinary Least Squares with year fixed effects and clustered standard errors at the issuer level.

The results show that leverage has a positive and significant effect on YTM, while profitability and liquidity have negative and significant effects on YTM. Inflation is found to strengthen the positive effect of leverage on YTM and weaken the negative effects of profitability and liquidity. These findings indicate that investors consider both issuer fundamentals and inflationary pressure when determining sukuk yields in the primary market. This study reinforces the relevance of Signaling Theory, Fixed Income Pricing Theory, and the Fisher Effect in explaining the formation of corporate sukuk YTM.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Perkembangan sukuk korporasi di Indonesia menunjukkan semakin menguatnya peran instrumen pasar modal syariah sebagai alternatif pendanaan bagi emiten sekaligus pilihan investasi bagi investor. Penguatan ini tercermin dari peningkatan nilai sukuk korporasi beredar melalui penerbitan umum, yaitu dari sekitar Rp30,35 triliun pada tahun 2020 menjadi Rp66,45 triliun pada April 2025 (Statistik Sukuk Syariah, 2025). Pertumbuhan tersebut juga diikuti oleh bertambahnya jumlah seri sukuk yang beredar. Fenomena ini tidak hanya mencerminkan pertumbuhan pasar secara kuantitatif, tetapi juga menunjukkan semakin beragamnya profil emiten, struktur penerbitan, akad, dan tenor yang ditawarkan. Keragaman tersebut berimplikasi pada meningkatnya heterogenitas risiko antarseri sukuk karena setiap penerbitan memiliki karakteristik risiko yang berbeda. Dalam kondisi ini, penilaian terhadap *Yield to Maturity* (YTM) pada saat penerbitan menjadi penting karena YTM mencerminkan tingkat kompensasi yang diminta investor atas risiko instrumen. Oleh karena itu, perbedaan YTM antarseri sukuk tidak semata-mata bersifat acak, melainkan dapat dijelaskan melalui karakteristik emiten, karakteristik instrumen, dan kondisi pasar pada saat penetapan harga.

Sebagai efek syariah, sukuk korporasi diterbitkan dengan menggunakan struktur berbasis aset dasar (*underlying asset*) dan akad yang sesuai dengan

prinsip syariah. Melalui struktur tersebut, investor memperoleh imbal hasil sekaligus menanggung risiko yang berkaitan dengan emiten dan desain kontraknya (Qulub et al., 2023). Secara regulasi, sukuk merepresentasikan bukti kepemilikan bernilai sama atas bagian yang tidak terbagi dari aset yang mendasarinya (OJK, 2023). Karakteristik berbasis aset ini menjadi pembeda utama antara sukuk dan instrumen utang konvensional. Akibatnya, penilaian investor terhadap sukuk tidak hanya bertumpu pada kemampuan bayar emiten, tetapi juga pada struktur arus kas, ketentuan akad, kualitas aset dasar, dan mekanisme pengikatan aset. Perbedaan karakteristik struktur tersebut berpotensi menimbulkan perbedaan persepsi risiko di antara investor, meskipun instrumen diterbitkan dalam kerangka regulasi yang sama. Atas dasar itu, YTM sukuk pada saat penerbitan dapat dipahami sebagai ukuran kompensasi risiko yang mencerminkan penilaian pasar terhadap risiko kredit, risiko likuiditas, dan risiko struktur yang melekat pada masing-masing penerbitan.

Otoritas Jasa Keuangan secara berkala menyediakan statistik sukuk korporasi melalui penerbitan umum, sehingga dinamika pasar dapat digambarkan secara konsisten dari waktu ke waktu. Dalam penelitian ini, perkembangan pasar tersebut ditunjukkan melalui nilai sukuk beredar (*outstanding*), akumulasi penerbitan, dan jumlah seri sukuk yang beredar. Penyajian ketiga indikator tersebut penting untuk memberikan konteks empiris mengenai tren pertumbuhan pasar sebelum pembahasan diarahkan pada pembentukan imbal hasil atau *Yield to Maturity* (YTM) saat penerbitan. Perkembangan ketiga indikator tersebut selama periode 2020 - November 2025 disajikan pada Gambar 1.1.

Gambar 1. 1

Perkembangan Sukuk Korporasi Melalui Penawaran Umum (Outstanding dan Akumulasi Penerbitan), 2020 - 2025



Sumber: Statistik Sukuk Syariah, (Statistik Sukuk Syariah, 2025).

Data pada Gambar 1.1 menunjukkan kecenderungan peningkatan yang konsisten, baik dari sisi nilai sukuk beredar maupun akumulasi penerbitan. Tren positif tersebut diikuti oleh bertambahnya jumlah seri sukuk yang beredar, yang mengindikasikan meluasnya aktivitas penerbitan sukuk korporasi di Indonesia. Kondisi ini memperkuat argumen bahwa pasar sukuk korporasi tidak hanya mengalami pertumbuhan dari sisi nilai, tetapi juga dari sisi keragaman instrumen yang tersedia bagi investor. Semakin banyak seri sukuk yang beredar berpotensi memperbesar heterogenitas karakteristik penerbitan, termasuk perbedaan profil emiten, tenor, struktur akad, dan tingkat risiko. Dengan demikian, dinamika

pertumbuhan yang ditunjukkan dalam grafik tersebut menjadi dasar empiris untuk menelaah lebih lanjut faktor-faktor determinan yang memengaruhi perbedaan YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

Tren penguatan aktivitas sukuk korporasi yang telah dipaparkan mempertegas pentingnya kerangka penilaian imbal hasil yang wajar. Bagi investor, kerangka tersebut diperlukan untuk membandingkan tingkat kompensasi risiko antarseri, sedangkan bagi emiten, kerangka tersebut berkaitan dengan efisiensi biaya pendanaan (*cost of fund*) pada saat penerbitan. Seiring meningkatnya heterogenitas risiko akibat keberagaman karakteristik instrumen, perbedaan tersebut pada akhirnya dapat tercermin dalam variasi YTM di pasar perdana. Bukti empiris menunjukkan bahwa faktor spesifik emiten dan karakteristik instrumen memengaruhi peringkat sukuk, yang menjadi salah satu kanal pembentukan persepsi risiko investasi (Rukmana & Laila, 2020). Selain itu, keputusan penetapan imbal hasil juga dipengaruhi oleh indikator pasar dan kondisi keuangan emiten (Qoyum et al., 2019). Dalam konteks penguatan keuangan syariah, dinamika YTM menjadi relevan karena berkaitan dengan penguatan likuiditas dan efektivitas pembiayaan di pasar modal syariah. Oleh karena itu, diperlukan pengujian determinan YTM yang lebih terarah agar mekanisme pembentukan imbal hasil sukuk korporasi pada saat penerbitan dapat dijelaskan secara komprehensif.

Data YTM penerbitan sukuk korporasi periode 2020 samapai November 2025 menunjukkan variasi yang cukup besar, dengan nilai terendah sebesar 4,90%, nilai tertinggi sebesar 11,50%, dan rata-rata sekitar 8,53%. Rentang yang

lebar ini menunjukkan bahwa mekanisme penetapan harga di pasar perdana tidak menghasilkan tingkat YTM yang seragam, meskipun instrumen diterbitkan dalam kerangka regulasi yang sama. Disparitas kompensasi imbal hasil tersebut menjadi kesenjangan fenomena yang tidak dapat dijelaskan hanya melalui tren pertumbuhan pasar secara agregat. Fenomena ini mengindikasikan adanya perbedaan penilaian pasar terhadap risiko spesifik setiap penerbitan. Atas dasar itu, diperlukan pengujian empiris terhadap faktor-faktor fundamental emiten, seperti *leverage*, profitabilitas, dan likuiditas, serta kondisi makroekonomi yang relevan pada saat instrumen ditawarkan. Melalui pendekatan tersebut, perbedaan YTM antarpenerbitan dapat dijelaskan secara lebih terstruktur.

Kajian mengenai *pricing* sukuk korporasi masih banyak memosisikan imbal hasil sebagai fenomena pasar sekunder, terutama melalui analisis *yield spread*, *issue spread*, dan determinannya (Balli et al., 2021; Saeed et al., 2021). Beberapa studi memang telah menyoroti pasar perdana dan menunjukkan adanya perbedaan *pricing* antara sukuk dan obligasi pada saat penerbitan (Almaskati, 2022; Ayturk et al., 2017). Namun, dalam konteks Indonesia, penelitian terdahulu masih lebih banyak menekankan peran *rating*, tenor, dan ukuran emisi, atau menempatkan *rating* sebagai mekanisme perantara (Melzatia et al., 2018; Syakdiyah & Putra, 2021). Akibatnya, bukti langsung mengenai pengaruh *leverage*, profitabilitas, dan likuiditas terhadap YTM pada saat penerbitan masih perlu diperkuat. Di sisi lain, variabel makro seperti inflasi diketahui berkaitan dengan dinamika YTM, tetapi perannya sebagai variabel moderasi masih relatif jarang diuji (Ulfah et al., 2019; Santoso & Ayu, 2021). Dengan demikian, masih

terdapat ruang penelitian untuk menguji secara langsung pengaruh *leverage*, profitabilitas, dan likuiditas terhadap YTM sukuk korporasi saat penerbitan, sekaligus menempatkan inflasi sebagai variabel moderasi yang dapat mengubah sensitivitas investor terhadap risiko fundamental emiten.

Urgensi kajian mengenai variasi YTM penerbitan meningkat seiring meluasnya basis investor di pasar modal, karena keputusan alokasi portofolio semakin bergantung pada metrik imbal hasil yang dapat dibandingkan lintas instrumen. Data KSEI menunjukkan jumlah investor pasar modal atau *Single Investor Identification* (SID) telah mencapai 13.660.707 per akhir Agustus 2024 (KSEI, 2024). Dalam kondisi tersebut, ketidaktepatan dalam menafsirkan YTM penerbitan berpotensi menimbulkan bias keputusan investasi, terutama ketika investor memperlakukan seluruh sukuk sebagai instrumen yang setara tanpa mempertimbangkan perbedaan risiko kredit dan karakteristik penerbitannya. Bias tersebut dapat mendorong kecenderungan untuk mengejar YTM yang tampak lebih tinggi tanpa menilai apakah kompensasi imbal hasil tersebut sepadan dengan profil risiko yang melekat pada masing-masing penerbitan. Oleh karena itu, pemahaman terhadap determinan YTM penerbitan berfungsi sebagai perangkat *due diligence* untuk menilai kewajaran imbal hasil antarseri. Implikasi ini juga relevan bagi emiten dan regulator karena kualitas pembentukan harga akan memengaruhi efisiensi pembiayaan syariah serta kepercayaan investor secara berkelanjutan.

Dalam kerangka *risk-return*, imbal hasil instrumen pendapatan tetap, termasuk sukuk, dipandang sebagai kompensasi atas risiko yang ditanggung

investor. Oleh karena itu, variasi YTM penerbitan dapat terjadi ketika profil risiko emiten dan karakteristik instrumen berbeda. Prinsip dasar ini menyiratkan bahwa investor akan menuntut imbal hasil yang lebih tinggi ketika probabilitas gagal bayar dipersepsikan meningkat. Sebaliknya, imbal hasil cenderung lebih rendah ketika risiko dipandang lebih terkendali (Bodie et al., 2020). Dalam praktiknya, persepsi risiko kredit tidak dapat diobservasi secara langsung, sehingga perlu dijelaskan melalui indikator kesehatan keuangan dalam laporan keuangan emiten. Rasio *leverage* digunakan untuk menangkap beban kewajiban, profitabilitas untuk menilai kemampuan menghasilkan laba sebagai penopang arus kas, dan likuiditas untuk membaca kapasitas emiten dalam memenuhi kewajiban jangka pendek (Hamida, 2017; Nurohman et al., 2020). Kombinasi indikator tersebut memberikan dasar untuk menilai kondisi fundamental emiten yang berkaitan dengan perbedaan premi risiko dalam *pricing* pasar perdana (Ayturk et al., 2017; Saeed et al., 2021). Selain faktor fundamental, kondisi makroekonomi seperti inflasi juga perlu diperhatikan karena dapat memengaruhi tingkat pengembalian yang diminta investor serta mengubah sensitivitas pasar terhadap risiko emiten (Santoso & Ayu, 2021; Ulfah et al., 2019). Dengan demikian, *leverage*, profitabilitas, dan likuiditas diposisikan sebagai indikator fundamental utama, sedangkan inflasi ditempatkan sebagai faktor makro yang berpotensi memoderasi hubungan antara fundamental emiten dan YTM penerbitan sukuk korporasi.

Leverage merupakan indikator penting dalam menilai struktur modal perusahaan karena mencerminkan tingkat ketergantungan emiten terhadap pendanaan eksternal (Mardji, 2022; Ramadana & Agustina, 2022). Dalam

penelitian ini, *leverage* diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER), yaitu rasio yang menggambarkan proporsi kewajiban terhadap ekuitas perusahaan (Ramadana & Agustina, 2022; Santoso, 2019). Secara teoretis, DER yang tinggi menunjukkan meningkatnya beban kewajiban dan risiko finansial emiten. Akibatnya, investor cenderung menuntut kompensasi imbal hasil yang lebih tinggi untuk menanggung risiko tersebut (Noviana & Solovida, 2018; Uddin et al., 2020). Namun, temuan empiris mengenai pengaruh *leverage* terhadap imbal hasil sukuk masih menunjukkan hasil yang belum konsisten. Noviana & Solovida, (2018) menemukan bahwa *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *yield* sukuk. Sebaliknya, Masrurah & Rahamwaty, (2019) serta Feriatna & Marsoem, (2022) menemukan bahwa DER tidak berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil sukuk korporasi di Indonesia. Perbedaan temuan tersebut menunjukkan adanya *research gap* mengenai pengaruh *leverage* terhadap YTM sukuk korporasi. Ketidakkonsistenan hasil ini juga mengindikasikan bahwa respons investor terhadap risiko *leverage* tidak selalu bersifat langsung, tetapi dapat dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi. Oleh karena itu, pengujian kembali variabel *leverage* menjadi relevan, terutama dengan menempatkan inflasi sebagai variabel moderasi untuk melihat apakah tekanan makroekonomi dapat memperkuat sensitivitas investor terhadap risiko utang emiten.

Profitabilitas mencerminkan kemampuan emiten dalam mengelola aset dan sumber daya untuk menghasilkan laba. Dalam penelitian ini, profitabilitas diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA), yaitu rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari total aset yang dimiliki (Mardji,

2022; Santoso, 2019). Berdasarkan teori persinyalan (*signalling theory*), tingkat profitabilitas yang tinggi dapat memberikan sinyal positif mengenai kapasitas keuangan emiten dalam memenuhi kewajiban pembayaran, sehingga risiko gagal bayar dipersepsikan lebih rendah oleh investor (Santoso, 2019). Secara teoretis, kondisi tersebut dapat menurunkan premi risiko dan menekan YTM pada saat penerbitan sukuk. Namun, temuan empiris mengenai pengaruh profitabilitas terhadap imbal hasil sukuk masih menunjukkan hasil yang belum konsisten. Noviana & Solovida, (2018) dan Wardiwiyo & Imron, (2022) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield* sukuk, yang berarti peningkatan profitabilitas berpotensi menurunkan biaya pendanaan. Sebaliknya, Masrurah & Rahamwaty, (2019) serta Feriatna & Marsoem, (2022) Feriatna dan Marsoem menemukan bahwa ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil sukuk korporasi di Indonesia. Perbedaan temuan tersebut menunjukkan adanya *research gap* mengenai pengaruh profitabilitas terhadap YTM sukuk korporasi. Oleh karena itu, pengujian kembali variabel profitabilitas menjadi relevan, terutama dengan menempatkan inflasi sebagai variabel moderasi untuk menganalisis apakah tekanan makroekonomi dapat memperlemah atau memperkuat sinyal laba emiten dalam proses penetapan YTM.

Likuiditas menggambarkan kemampuan emiten dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dengan menggunakan aset lancar yang dimilikinya (Noviana & Solovida, 2018). Dalam penelitian ini, likuiditas diproksikan dengan *Current Ratio* (CR), yaitu rasio yang menunjukkan perbandingan antara aset lancar dan kewajiban lancar perusahaan (Feriartna & Marsoem, 2022). Secara

teoretis, tingkat likuiditas yang tinggi mencerminkan kapasitas keuangan jangka pendek yang lebih baik, sehingga dapat menurunkan persepsi risiko gagal bayar dan menekan YTM pada saat penerbitan. Namun, temuan empiris mengenai pengaruh likuiditas terhadap imbal hasil sukuk masih menunjukkan hasil yang belum konsisten. Noviana & Solovida, (2018) menemukan bahwa likuiditas memiliki pengaruh signifikan terhadap imbal hasil sukuk. Sebaliknya, Putri et al., (2020) menemukan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap pembentukan imbal hasil instrumen pendapatan tetap. Temuan tersebut juga sejalan dengan Feriatna & Marsoem, (2022), yang menunjukkan bahwa variabel fundamental seperti likuiditas tidak selalu menjadi penentu utama dalam pergerakan *yield* pada periode pengamatan tertentu di Bursa Efek Indonesia. Perbedaan hasil tersebut mengindikasikan bahwa respons investor terhadap likuiditas emiten belum bersifat seragam. Oleh karena itu, pengujian kembali variabel likuiditas menjadi relevan, terutama dengan menempatkan inflasi sebagai variabel moderasi untuk menganalisis apakah tekanan makroekonomi dapat mengubah sensitivitas investor terhadap kapasitas likuiditas emiten dalam proses penetapan YTM.

Inflasi merupakan faktor ekonomi makro yang memengaruhi ekspektasi investor melalui risiko penurunan daya beli dan ketidakpastian nilai riil imbal hasil di masa depan. Berdasarkan data BPS, inflasi IHK pada Desember 2024 berada pada level 1,57% secara tahunan (*year on year*), namun dinamika inflasi tetap menjadi pertimbangan investor dalam menetapkan tingkat pengembalian yang disyaratkan (*required return*) pada instrumen sukuk. Secara teoretis,

kenaikan inflasi dapat mendorong investor menuntut YTM yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas erosi nilai riil imbal hasil. Namun, temuan empiris mengenai pengaruh inflasi terhadap imbal hasil instrumen pendapatan tetap masih menunjukkan hasil yang belum konsisten. Merujuk pada kajian Sulistyio et al., (2022), beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang berbeda, mulai dari pengaruh positif signifikan, pengaruh tidak signifikan, hingga arah hubungan negatif dalam konteks pasar tertentu. Perbedaan temuan tersebut menunjukkan adanya *research gap* mengenai bagaimana tekanan inflasi memengaruhi persepsi risiko dan pembentukan imbal hasil di pasar. Ketidakkonsistenan ini memberikan dasar bagi penelitian untuk memosisikan inflasi sebagai variabel moderasi, yaitu untuk menguji apakah inflasi dapat memperkuat atau memperlemah sensitivitas investor terhadap risiko fundamental emiten berupa *leverage*, profitabilitas, dan likuiditas dalam penetapan YTM sukuk pada saat penerbitan. Dengan pendekatan tersebut, penelitian ini diharapkan mampu memberikan pemahaman yang lebih komprehensif dibandingkan analisis yang hanya menempatkan inflasi sebagai variabel independen langsung.

Selain variabel independen utama, penelitian ini juga mengintegrasikan beberapa variabel kontrol yang secara empiris memiliki relevansi dalam pembentukan imbal hasil instrumen pendapatan tetap. Variabel kontrol yang digunakan meliputi tenor sukuk, ukuran emisi, ukuran perusahaan, dan peringkat sukuk (Melzattia, et al., 2018; Rafki et al., 2022 ; Saeed et al., 2021a). Tenor dan peringkat sukuk penting untuk dikontrol karena keduanya mencerminkan risiko maturitas dan risiko kredit yang dapat memengaruhi penilaian investor terhadap

suatu penerbitan (Hadinata, 2020; Rukmana & Laila, 2020). Sementara itu, ukuran emisi dan ukuran perusahaan disertakan untuk menangkap aspek likuiditas instrumen serta skala ekonomi emiten yang dapat memengaruhi persepsi stabilitas finansial (Rivandi & Gustiyani, 2021). Dengan menyertakan variabel kontrol tersebut, model penelitian diharapkan dapat mengisolasi pengaruh *leverage*, profitabilitas, dan likuiditas secara lebih akurat, sehingga mampu meminimalkan bias analisis dan menghasilkan penjelasan yang lebih presisi mengenai determinan YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

Kebaruan (*novelty*) dalam penelitian ini terletak pada penggabungan dua perspektif yang belum banyak diintegrasikan dalam kajian sukuk korporasi di Indonesia. Pertama, penelitian ini secara spesifik berfokus pada *Yield to Maturity* (YTM) pada saat penerbitan di pasar perdana, yaitu fase ketika proses penetapan harga mencerminkan kesepakatan awal antara emiten dan investor terhadap risiko instrumen. Fokus pada pasar perdana menjadi penting karena YTM pada tahap penerbitan relatif lebih mencerminkan penilaian awal atas risiko fundamental penerbitan, berbeda dengan YTM di pasar sekunder yang dapat lebih dipengaruhi oleh volatilitas perdagangan dan dinamika likuiditas pasar (Sulistyo et al., 2022). Kedua, berbeda dari sebagian besar literatur terdahulu yang umumnya menempatkan faktor makro sebagai prediktor langsung, penelitian ini memosisikan inflasi sebagai variabel moderasi. Pendekatan moderasi ini digunakan untuk menjawab inkonsistensi temuan empiris mengenai pengaruh fundamental emiten terhadap imbal hasil sukuk yang sejauh ini masih menunjukkan hasil beragam (Feriatna & Marsoem, 2022; Masrurah &

Rahamwaty, 2019; Noviana & Solovida, 2018). Melalui pemodelan tersebut, penelitian ini diarahkan untuk menjelaskan apakah sensitivitas investor terhadap risiko keuangan emiten, yang tercermin melalui *leverage*, profitabilitas, dan likuiditas, berubah ketika berada dalam kondisi tekanan inflasi yang berbeda. Dengan demikian, penelitian ini menawarkan kerangka analisis yang lebih komprehensif dalam memahami pembentukan YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

Berdasarkan fenomena disparitas imbal hasil, kesenjangan hasil penelitian terdahulu (*research gap*), serta urgensi kontribusi analisis yang telah dipaparkan, penelitian ini dilakukan dengan judul “***Pengaruh Leverage, Profitabilitas, dan Likuiditas terhadap Yield to Maturity Sukuk Korporasi pada Saat Penerbitan: Peran Inflasi sebagai Variabel Moderasi (Studi pada Sukuk Korporasi di Indonesia Tahun 2021-2025)***”. Melalui penelitian ini, diharapkan dapat diperoleh kerangka analisis yang lebih mendalam bagi emiten dalam merancang strategi penetapan harga yang efisien, sekaligus membantu investor melakukan penilaian risiko yang lebih terukur di tengah dinamika pasar modal syariah yang terus berkembang.

1.2. Rumusan Masalah

- 1.2.1. Apakah *leverage* (DER) berpengaruh terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan?
- 1.2.2. Apakah profitabilitas (ROA) berpengaruh terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan?

- 1.2.3. Apakah likuiditas (CR) berpengaruh terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan?
- 1.2.4. Apakah inflasi memoderasi pengaruh *leverage* (DER) terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan?
- 1.2.5. Apakah inflasi memoderasi pengaruh profitabilitas (ROA) terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan?
- 1.2.6. Apakah inflasi memoderasi pengaruh likuiditas (CR) terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan?

1.3. Tujuan Penelitian

- 1.3.1. Untuk menganalisis pengaruh *leverage* (DER) terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.
- 1.3.2. Untuk menganalisis pengaruh profitabilitas (ROA) terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.
- 1.3.3. Untuk menganalisis pengaruh likuiditas (CR) terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.
- 1.3.4. Untuk menganalisis peran inflasi dalam memoderasi pengaruh *leverage* (DER) terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.
- 1.3.5. Untuk menganalisis peran inflasi dalam memoderasi pengaruh profitabilitas (ROA) terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.
- 1.3.6. Untuk menganalisis peran inflasi dalam memoderasi pengaruh likuiditas (CR) terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu dalam kajian ini digunakan sebagai dasar untuk menempatkan posisi penelitian pada yang jelas dalam literatur mengenai sukuk imbal hasil, instrumen pendapatan tetap YTM, serta faktor-faktor yang mempengaruhi pembentukan imbal hasil pada saat dipublikasikan. Literatur yang dihimpun tidak hanya fokus pada sukuk, tetapi juga mencakup penelitian obligasi korporasi karena keduanya memiliki kesamaan sebagai instrumen pendapatan tetap yang diukur melalui mekanisme harga, arus kas, risiko, dan imbal hasil. Oleh karena itu, penelitian terdahulu dipetakan ke dalam beberapa kelompok, yaitu penelitian yang membahas pengaruh indikator keuangan terhadap sukuk imbal hasil, penelitian mengenai pricing atau spread sukuk di pasar primer, penelitian mengenai determinan obligasi YTM sebagai pembanding pendapatan tetap, serta penelitian yang menggunakan variabel moderasi dalam model imbal hasil/YTM. Pengelompokan ini penting agar pemilihan variabel leverage, profitabilitas, likuiditas, YTM, dan inflasi tidak berdiri sendiri, tetapi memiliki dasar empiris dari penelitian sebelumnya. Dengan demikian, penelitian terdahulu berfungsi sebagai pijakan akademik untuk membangun kerangka konseptual, merumuskan hipotesis, dan menunjukkan ruang pengembangan penelitian.

Tabel 2. 1

Penelitian Terdahulu

No	Judul	Variabel	Populasi & Sampel	Jenis penelitian & Alat analisis	Hasil penelitian
1	The Moderating Role of Sukuk Rating in the Relationship Between Financial Indicators and Corporate Sukuk Yield”. Rujukan utama model. (Rachmaini et al., 2022)	Y: Corporate Sukuk Yield. X: Liquidity, <i>Solvability</i> , Profitability. Z: Sukuk Rating sebagai variabel moderasi.	Korporasi penerbit sukuk akad ijarah dan mudharabah yang masih beredar periode 2015-2020. Sampel: 23 entitas penerbit sukuk dengan 138 data penerbitan sukuk.	Kuantitatif; data sekunder; data panel; uji hubungan financial indicators terhadap yield sukuk dengan moderasi rating sukuk.	<i>Liquidity</i> , <i>solvability</i> , dan <i>profitability</i> tidak berpengaruh langsung terhadap corporate sukuk yield. Sukuk rating berpengaruh negatif terhadap yield sukuk. Rating tidak mampu memoderasi pengaruh liquidity, <i>solvability</i> , dan <i>profitability</i> terhadap corporate sukuk yield. Penelitian ini merekomendasikan penelitian berikutnya memasukkan faktor eksternal seperti suku bunga, nilai tukar, inflasi, dan kondisi ekonomi.
2	The Effect of Profitability,	Y: Sukuk Yield.	Populasi: 79 perusahaan	Kuantitatif; data	Profitability berpengaruh

	Liquidity, Leverage and Company Size on Sukuk Yield With The Rating of Sukuk as Intervening Variables. (Syakdiyah & Putra, 2021)	X: Profitability, Liquidity, Leverage, Company Size. M: Sukuk Rating sebagai variabel intervening.	penerbit obligasi syariah/sukuk periode 2012-2017. Sampel: 12 perusahaan selama periode 2012–2017.	sekunder; purposive sampling; SPSS 23; regresi linear berganda dan path analysis.	negatif signifikan terhadap sukuk yield. Liquidity tidak berpengaruh signifikan terhadap sukuk yield. Leverage berpengaruh negatif signifikan terhadap sukuk yield. Sukuk rating tidak signifikan terhadap sukuk yield, tetapi dapat memediasi pengaruh liquidity dan leverage terhadap sukuk yield.
3	Pengaruh Leverage, Profitabilitas, dan Kondisi Ekonomi terhadap Imbal Hasil Sukuk Ijarah Korporasi Periode 2015-2018. (Ogie & Laila, 2020)	Y: Imbal hasil sukuk ijarah / YTM. X: DER, ROA, Inflasi, Tingkat Suku Bunga.	Populasi: perusahaan di Indonesia yang menerbitkan sukuk ijarah periode 2015-2018. Sampel: 18 sukuk ijarah dari 4 perusahaan penerbit sukuk.	Kuantitatif; data sekunder; regresi data panel; STATA 13; uji Hausman; model terbaik Random Effect Model.	DER berpengaruh positif signifikan terhadap imbal hasil sukuk. ROA berpengaruh negatif tidak signifikan. Inflasi berpengaruh negatif tidak signifikan. Suku bunga berpengaruh negatif signifikan. Secara simultan, DER, ROA, inflasi, dan suku bunga berpengaruh signifikan terhadap

					imbal hasil sukuk.
4	Influence of Micro Economic and Macro Economic on Yield to Maturity of Ijarah Sukuk Corporation Year 2014–2017. (Ulfah et al., 2019b)	Y: Yield to Maturity sukuk ijarah. X mikro: Profitability/ROA, Firm Size. X makro: BI Rate, Inflation.	Seluruh perusahaan terdaftar di BEI periode 2014 - 2017 yang menerbitkan sukuk ijarah dan mempublikasikan laporan keuangan. Sampel: 68 sukuk ijarah.	Kuantitatif; purposive sampling; regresi data panel; model terbaik Fixed Effect Model.	ROA dan firm size tidak berpengaruh terhadap YTM sukuk ijarah. BI Rate berpengaruh positif signifikan terhadap YTM. Inflasi berpengaruh negatif signifikan terhadap YTM sukuk ijarah. Secara simultan, variabel mikro dan makro memengaruhi yield.
5	Pengaruh Profitabilitas dan Solvabilitas terhadap Yield Sukuk dengan Peringkat Sukuk sebagai Variabel Moderator. (Setiyani & Baihaqi, 2019)	Y: Yield Sukuk. X: Profitabilitas, Solvabilitas/DER. Z: Peringkat Sukuk sebagai variabel moderator.	Populasi: perusahaan penerbit sukuk di BEI tahun 2014-2017. Sampel: 9 perusahaan dengan 34 sukuk.	Kuantitatif; data sekunder; purposive sampling; regresi linear berganda dan Moderated Regression Analysis; IBM SPSS 24.	Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap yield sukuk. Solvabilitas/DER berpengaruh positif signifikan terhadap yield sukuk. Peringkat sukuk tidak memoderasi hubungan profitabilitas terhadap yield sukuk, tetapi mampu memoderasi hubungan solvabilitas terhadap yield

					sukuk.
6	What Explains Corporate Sukuk Primary Market Spreads.(Ayturk et al., 2017)	Y: Primary market sukuk issue spread. X: Credit rating, maturity, sukuk margin rating, Sharia scholar reputation, type of sukuk.	Sampel: 63 international corporate sukuk issuances periode 2004-2015.	Kuantitatif; cross-sectional analysis; pricing sukuk korporasi pada pasar primer.	Credit rating dan maturity berpengaruh signifikan menurunkan issue spread. Sukuk margin rating meningkatkan issue spread. Reputasi Sharia scholar dan jenis sukuk tidak signifikan dalam menjelaskan issue spread. Artikel ini penting untuk mendukung fokus penelitian pada YTM/issue yield saat penerbitan.
7	Sukuk versus Bonds: New Evidence from the Primary Market. (Almaskati, 2022)	Y: Primary market coupon/return. X utama: Jenis instrumen, yaitu sukuk versus obligasi konvensional. Kontrol: tenor, rating, region, industry, maturity type, issue size.	Sampel: 335 penerbitan sukuk dan 10.092 penerbitan obligasi konvensional periode 2000-2021; mencakup corporate dan non-corporate issuers.	Kuantitatif; Propensity Score Matching; OLS regression sebagai robustness test.	Sukuk diterbitkan dengan tingkat kupon lebih rendah dibandingkan obligasi konvensional. Selisihnya sekitar -11 sampai -28 basis points tergantung teknik matching. Perbedaan lebih besar pada penerbitan korporasi dibanding

					nonkorporasi.
8	Yield Spread Determinants of Sukuk and Conventional Bonds. (Saeed et al., 2021)	Y: Yield spread sukuk dan obligasi konvensional. X: Firm-specific variables, industry-specific variables, bond/sukuk characteristics, macroeconomic conditions.	Sampel: 206 instrumen terdiri atas 62 sukuk dan 144 obligasi konvensional dari 58 perusahaan listed di Malaysia, periode 2002–2013.	Kuantitatif; regresi panel; OLS, random effects, fixed effects, dan fixed effects dengan Driscoll-Kraay standard errors.	Untuk sukuk, determinan utama yield spread berasal dari indikator firm-specific. Firm-specific factors menjelaskan sekitar 54% variasi sukuk spread. Size, capitalization, dan leverage berasosiasi negatif dengan spread sukuk. Faktor instrumen dan makro juga relevan, tetapi kontribusinya lebih kecil dibanding faktor spesifik perusahaan.
9	Sukuk and Bond Spreads. (Balli et al., 2021)	Y: Sukuk-bond spread / perbandingan sukuk yield dan bond yield. X: Faktor global, US government bond yield, DJ Sukuk Index, dan faktor pasar lainnya.	Sampel: 123 perusahaan yang menerbitkan sukuk dan obligasi pada periode yang sama, tahun 2013-2018; data financial dan non-financial firms level mingguan.	Kuantitatif; panel generalized least squares; quantile analysis.	Faktor global, khususnya US government bond yield, berdampak signifikan terhadap perbedaan sukuk-bond spread. Return negatif menciptakan perbedaan yang lebih kuat. Guncangan global pada pasar sukuk yang diproksi dengan DJ Sukuk Index relatif

					terbatas.
10	The Influence of ESG Performance on Yield Spreads: A Comparative Study of Sukuk and Conventional Bonds in Emerging Dual Financial Systems. (Low et al., 2025)	Y: $\ln(\text{yield spread})$. X utama: ESG Performance. Kontrol: Firm size, leverage, interest gearing, ROA, current ratio, maturity, sovereign CDS.	Sampel: 744 bond-year observations terdiri atas 396 sukuk dan 348 obligasi konvensional dari Saudi Arabia, UAE, Turkey, Malaysia, dan Indonesia periode 2008-2022.	Kuantitatif; panel regression; fixed effects estimator; robust standard errors clustered at issue level; dynamic panel sebagai robustness.	Yield spread sukuk lebih sempit dibanding obligasi konvensional. Pada pasar sukuk, firm size, leverage, interest gearing, dan current ratio signifikan terhadap yield spread, sedangkan ROA tidak signifikan. Sukuk yield spreads lebih sensitif terhadap karakteristik perusahaan seperti leverage, interest gearing, dan firm size.
11	Effects of Leverage, Liquidity, and Profitability on The Rating of Sukuk (Nurohman et al., 2020b)	Y: Sukuk Rating. X: Leverage, Liquidity, Profitability.	Objek: sukuk perusahaan di pasar modal Indonesia. Artikel ini menggunakan data sekunder terkait perusahaan penerbit sukuk.	Kuantitatif; ordinal logistic regression.	Leverage dan liquidity berpengaruh terhadap rating sukuk. Profitability tidak berpengaruh terhadap rating sukuk. Secara simultan, leverage dan liquidity berpengaruh terhadap rating sukuk. Artikel ini relevan untuk mendukung DER, CR, dan ROA sebagai proksi risiko kredit dalam

					sukuk.
12	Maturity, Bond Rating, and Debt to Equity Ratio Effect on Yield to Maturity. (Siregar & Pratiwi, 2020)	Y: Yield to Maturity. X: Maturity, Bond Rating, Debt to Equity Ratio/DER.	Objek: obligasi korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018. Sampel dipilih dengan purposive sampling.	Kuantitatif; regresi linear berganda.	Maturity dan DER tidak berpengaruh terhadap YTM. Bond rating berpengaruh negatif terhadap YTM. Hasil ini menunjukkan bahwa informasi peringkat obligasi berguna bagi investor dalam menentukan obligasi yang akan dibeli.
13	Analysis of the Effect of Fundamental and Maturity Factors on Yield to Maturity of Corporate Bonds Traded on the Indonesia Stock Exchange in 2020. (Fitriadi & Marsoem, 2022)	Y: Yield to Maturity obligasi korporasi. X: Current Ratio, Debt to Equity Ratio, Return on Assets, Total Assets, Maturity.	Sampel: 302 obligasi korporasi yang diterbitkan oleh 69 perusahaan dan diperdagangkan di BEI tahun 2020.	Kuantitatif; pendekatan asosiatif; purposive judgment sampling; regresi linear berganda; SPSS 24.	ROA, total assets, dan maturity berpengaruh signifikan terhadap YTM obligasi. Current ratio dan DER tidak berpengaruh terhadap YTM. Artikel ini sangat relevan sebagai pembanding fixed income karena memakai CR, DER, ROA terhadap YTM.
14	Yield to Maturity Determinants in Indonesia Corporate Bonds with	Y: Yield to Maturity obligasi korporasi. X: Profitability,	Populasi: 59 obligasi korporasi sektor industri.	Kuantitatif; analisis data panel; statistik deskriptif dan	Profitability, leverage, dan company size berpengaruh terhadap YTM obligasi korporasi

	Leverage as Moderating Variable. (Bonowati & Sihombing, 2023)	Leverage, Company Size, Bond Rating. Z: Leverage sebagai variabel moderasi.	Sampel: 25 obligasi perusahaan, total 75 observasi selama 3 tahun.	inferensial.	di Indonesia. Bond rating tidak berpengaruh terhadap YTM. Leverage berperan sebagai variabel moderasi. Artikel ini penting untuk mendukung desain model moderasi pada penelitian YTM.
15	Determination of Bond Yield to Maturity, Inflation as a Moderator. (Tambunan, 2025)	Y: Yield to Maturity obligasi. X: Bond maturity, Bond Rating, BI Rate, Firm Size. Z: Inflation sebagai variabel moderasi.	Objek: obligasi sektor keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data berasal dari laporan keuangan serta publikasi resmi OJK dan IDX.	Kuantitatif; regresi linear berganda dengan pendekatan moderasi.	Bond rating berpengaruh signifikan terhadap YTM. Maturity, BI Rate, dan firm size tidak signifikan. Inflasi memperkuat pengaruh bond rating terhadap YTM, tetapi pengaruh moderasi inflasi terhadap hubungan variabel lain dengan YTM tidak konsisten. Artikel ini paling relevan untuk mendukung inflasi sebagai variabel moderasi dalam penelitian YTM.

2.2. Landasan Teori

Landasan teori dalam penelitian ini dibangun untuk menjelaskan mekanisme pembentukan *Yield to Maturity* sukuk korporasi melalui integrasi informasi fundamental emiten, persepsi risiko investor, dan kondisi makroekonomi. *Signaling Theory* diposisikan sebagai *grand theory* karena rasio keuangan seperti DER, ROA, dan CR merupakan media informasi yang ditafsirkan oleh investor sebagai sinyal kualitas serta profil risiko emiten (Majumdar & Puthiya, 2021; Melzatia, et al., 2018). Selanjutnya, *Fixed Income Pricing Theory* digunakan sebagai teori pendukung guna menguraikan bagaimana sinyal-sinyal tersebut secara teknis diterjemahkan ke dalam komponen *required yield* dan premi risiko (Fabozzi, 2003; Saeed et al., 2021). *Fisher Effect* melengkapi kerangka ini dengan menjelaskan peran inflasi dalam memengaruhi tingkat imbal hasil nominal serta sensitivitas pasar terhadap risiko fundamental perusahaan (Jaffe & Mandelker, 1979; Kožul, 2014). Melalui integrasi ketiga teori tersebut, penelitian ini memiliki fondasi teoretis yang kuat untuk menganalisis hubungan langsung maupun efek moderasi dalam model yang diusulkan.

2.2.1. Grand Theory: Signaling Theory

Signaling Theory digunakan sebagai *grand theory* dalam penelitian ini karena mampu menjelaskan peran informasi sebagai sinyal yang disampaikan oleh pihak internal perusahaan kepada pihak eksternal, khususnya investor (Spence, 1973). Dalam pasar modal, informasi menjadi elemen penting karena dapat memengaruhi persepsi investor terhadap nilai, prospek, dan risiko suatu emiten (Damajanti et al., 2021). Oleh karena itu, pemahaman mengenai konsep

dasar Signaling Theory diperlukan sebagai landasan untuk menjelaskan bagaimana sinyal yang diberikan perusahaan dapat mengurangi asimetri informasi dan memengaruhi keputusan investasi (Sari & Husada, 2021).

2.1.1.1. Konsep Dasar Signaling Theory

Signaling Theory yang dipelopori oleh Spence, (1973) merupakan landasan teoretis utama untuk menjelaskan dinamika interaksi di pasar modal yang tidak sempurna akibat adanya asimetri informasi. Kondisi ini muncul ketika pihak internal perusahaan atau emiten memiliki akses informasi yang lebih mendalam mengenai kualitas aset, prospek usaha, dan risiko masa depan dibandingkan dengan investor eksternal (Stiglitz, 2003). Ross (1977) kemudian memperluas aplikasi teori ini ke dalam ranah keuangan korporasi dengan menyatakan bahwa kebijakan pendanaan atau keputusan manajerial tertentu dapat berfungsi sebagai sinyal bagi pasar mengenai nilai intrinsik perusahaan. Tanpa adanya mekanisme pengiriman sinyal yang efektif, pasar akan mengalami kesulitan dalam membedakan emiten berkualitas tinggi dengan emiten berkualitas rendah, yang pada akhirnya meningkatkan ketidakpastian bagi para pelaku pasar (Karasek & Bryant, 2012; Stiglitz, 2003). Oleh karena itu, teori ini menyediakan kerangka logis mengenai bagaimana informasi dikomunikasikan secara strategis untuk mengurangi kesenjangan informasi di pasar modal.

Dalam praktiknya, sinyal-sinyal finansial diwujudkan melalui pengungkapan laporan keuangan, prospektus penerbitan, serta peringkat sukuk atau peringkat kredit instrumen yang dipublikasikan oleh lembaga pemeringkat. Investor menafsirkan informasi tersebut sebagai sinyal positif (*good news*) atau

sinyal negatif (*bad news*) yang mencerminkan profil risiko emiten secara keseluruhan (Majumdar & Puthiya, 2021; Saeed et al., 2021). Agar sebuah sinyal dianggap kredibel oleh pasar, sinyal tersebut harus memiliki biaya peniruan yang tinggi sehingga sulit ditiru oleh emiten dengan fundamental lemah (Karasek & Bryant, 2012). Dalam konteks penerbitan sukuk, rasio keuangan yang relevan, seperti DER, ROA, dan CR, bertindak sebagai sinyal fundamental yang memengaruhi persepsi investor terhadap risiko gagal bayar dan prospek arus kas emiten (Melzatia, Doktoralina, et al., 2018; Wardiwiyo & Imron, 2022). Kualitas sinyal yang diterima investor pada akhirnya berpotensi menentukan besaran premi risiko yang diminta, yang secara teknis diakumulasikan ke dalam tingkat imbal hasil atau *Yield to Maturity* instrumen tersebut (Adrian et al., 2015; Saeed et al., 2021).

2.1.1.2. *Signaling Theory* dalam Konteks Pasar Sukuk Korporasi

Sukuk korporasi memiliki karakteristik unik yang membedakannya secara fundamental dari obligasi konvensional, terutama terkait penggunaan akad syariah dan kewajiban adanya aset dasar (*underlying asset*). Meskipun memiliki struktur berbasis aset, para investor sukuk tetap menaruh perhatian besar pada profil risiko emiten guna memastikan keamanan dana serta kepastian aliran imbal hasil yang diinvestasikan (Majumdar & Puthiya, 2021; Melzatia, Doktoralina, et al., 2018). Pada saat penawaran di pasar perdana, investor melakukan penilaian mendalam terhadap berbagai dokumen publik seperti prospektus, laporan keuangan audit, peringkat sukuk, hingga jangka waktu jatuh tempo (Saeed et al., 2021; Wardiwiyo & Imron, 2022). Seluruh instrumen informasi ini berfungsi sebagai

sinyal awal bagi calon pemegang sukuk untuk mengukur tingkat solvabilitas emiten dalam memenuhi kewajiban pembayaran imbalan atau bagi hasil. Dengan demikian, pengungkapan informasi yang transparan dalam pasar sukuk merupakan mekanisme krusial untuk membangun kepercayaan pasar terhadap kualitas instrumen yang sedang ditawarkan oleh emiten (Majumdar & Puthiya, 2021).

Kondisi pasar primer menempatkan investor pada posisi yang sangat bergantung pada ketersediaan informasi publik karena instrumen tersebut belum memiliki rekam jejak atau histori harga di pasar sekunder. Keterbatasan data pasar ini memaksa investor untuk melakukan evaluasi ketat terhadap setiap sinyal fundamental emiten guna mereduksi potensi kerugian akibat adanya asimetri informasi yang tinggi (Saeed et al., 2021). Secara naratif, proses pembentukan nilai ini mengikuti alur di mana informasi emiten memengaruhi persepsi risiko investor, yang kemudian menentukan besaran premi risiko dan akhirnya membentuk angka *Yield to Maturity* pada saat penerbitan (Adrian et al., 2015). Sinyal kualitas emiten yang kuat akan secara efektif menurunkan premi risiko yang diminta oleh pasar karena dianggap mencerminkan stabilitas finansial dan manajemen risiko yang lebih baik (Jurkšas & Klinevičius, 2024). Sebaliknya, sinyal yang lemah atau negatif akan memaksa emiten untuk menawarkan imbal hasil yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas ketidakpastian risiko yang harus ditanggung oleh investor.

2.1.1.3. Rasio Keuangan sebagai Sinyal Fundamental Emiten

Rasio *Debt to Equity Ratio* dalam kerangka teori sinyal dipandang sebagai indikator utama tingkat risiko solvabilitas yang dihadapi oleh emiten sukuk di pasar modal. Penggunaan utang yang berlebihan dibandingkan modal sendiri memberikan sinyal negatif kepada pasar mengenai adanya tekanan kewajiban finansial yang lebih besar bagi emiten di masa depan (Wardiwiyono & Imron, 2022b). Investor menangkap lonjakan DER sebagai peringatan dini meningkatnya probabilitas risiko gagal bayar, yang secara langsung mengancam kepastian pembayaran imbalan dan pokok sukuk (Saeed et al., 2021). Sebagai bentuk proteksi atas ketidakpastian tersebut, para pelaku pasar akan melakukan penyesuaian dengan meminta *Yield to Maturity* yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko kredit yang mereka tanggung (Majumdar & Puthiya, 2021). Oleh karena itu, besaran DER yang dipublikasikan dalam prospektus menjadi sinyal fundamental yang sangat krusial dalam menentukan biaya modal serta penerimaan pasar terhadap instrumen sukuk tersebut.

Sebaliknya, *Return on Assets* berfungsi sebagai sinyal positif (*good news*) yang mencerminkan efisiensi operasional emiten dalam menghasilkan laba dari aset yang dikelola secara optimal. Tingkat profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal kepada investor mengenai kapasitas finansial perusahaan yang solid untuk memenuhi kewajiban pembayaran bagi hasil secara konsisten dan tepat waktu (Melzatia, Doktoralina, et al., 2018). Investor cenderung mempersepsikan emiten dengan ROA yang kuat sebagai entitas yang memiliki risiko kredit rendah, sehingga kepercayaan pasar terhadap kualitas instrumen sukuk tersebut mengalami peningkatan signifikan (Majumdar & Puthiya, 2021). Dampak dari

persepsi positif ini adalah penurunan tingkat imbal hasil yang diminta oleh investor, karena komponen premi risiko yang melekat pada instrumen tersebut menjadi lebih kecil (Adrian et al., 2015)(Saeed et al., 2021). Dengan demikian, ROA bertindak sebagai instrumen komunikasi strategis bagi emiten untuk menurunkan biaya pendanaan melalui penekanan angka YTM pada saat penawaran perdana.

Current Ratio memberikan sinyal tambahan mengenai kesiapan likuiditas emiten dalam memenuhi seluruh kewajiban jangka pendeknya tanpa mengalami kendala arus kas yang berarti. Ketersediaan aset lancar yang mencukupi dibandingkan kewajiban lancar dipandang oleh pasar sebagai *buffer* likuiditas yang dapat memitigasi risiko gangguan pembayaran dalam operasional harian perusahaan (Adrian et al., 2015). Investor mengevaluasi CR yang tinggi sebagai indikasi bahwa emiten memiliki ketahanan yang baik terhadap guncangan finansial mendadak, sehingga risiko keterlambatan pembayaran kupon sukuk menjadi sangat minimal (Majumdar & Puthiya, 2021; Wardiwiyo & Imron, 2022). Keyakinan investor terhadap kelancaran pembayaran kewajiban likuiditas ini secara otomatis akan direspons dengan penetapan tingkat YTM yang lebih rendah untuk menarik minat pasar (Saeed et al., 2021). Secara keseluruhan, stabilitas likuiditas yang ditunjukkan melalui sinyal CR berperan penting dalam menciptakan profil risiko yang lebih aman bagi para pemegang sukuk potensial di pasar perdana.

2.1.1.4. Keterbatasan *Signaling Theory* dan Peran Kondisi Makroekonomi

Meskipun *Signaling Theory* memberikan penjelasan komprehensif mengenai respons investor terhadap informasi internal emiten, teori ini memiliki keterbatasan karena cenderung fokus pada dinamika mikro korporasi semata. Dalam konteks ini, sinyal dari rasio keuangan seperti *leverage* dan profitabilitas dianggap sebagai determinan utama penentu tingkat risiko kredit yang melekat pada sukuk (Majumdar & Puthiya, 2021). Namun, kenyataan di pasar modal menunjukkan bahwa *Yield to Maturity* tidak hanya dipengaruhi oleh sinyal internal, melainkan juga sangat sensitif terhadap pergerakan variabel makroekonomi sistemik (Kožul, 2014). Inflasi, sebagai kondisi eksternal, bertindak sebagai faktor determinan yang dapat mendistorsi nilai informasi riil dari setiap sinyal yang dikirimkan oleh emiten melalui laporan keuangan mereka (Jaffe & Mandelker, 1979). Oleh karena itu, diperlukan integrasi teori tambahan untuk memahami bagaimana tekanan ekonomi makro mampu memengaruhi pembentukan harga instrumen pendapatan tetap secara lebih luas.

Kehadiran inflasi yang tinggi sering kali mengubah cara pandang investor dalam menafsirkan kredibilitas sinyal fundamental perusahaan seperti DER, ROA, dan CR. Dalam situasi moneter yang tidak stabil, sinyal positif dari profitabilitas yang tinggi mungkin tidak lagi efektif menekan tingkat YTM jika investor lebih mengkhawatirkan risiko erosi daya beli di masa depan (Bansal & Shaliastovich, 2012; Jaffe & Mandelker, 1979). Hal ini menunjukkan bahwa inflasi bukan merupakan sinyal internal yang dikendalikan emiten, melainkan kondisi lingkungan yang mampu memoderasi kekuatan hubungan antara kinerja fundamental dengan keputusan investasi (Kožul, 2014). Dinamika tersebut

menuntut adanya penjelasan teknis mengenai mekanisme penyesuaian imbal hasil nominal terhadap proyeksi laju inflasi untuk menjaga tingkat pengembalian riil (Jaffe & Mandelker, 1979). Dengan demikian, keterbatasan teori sinyal dalam menjelaskan faktor eksternal ini menjadi dasar urgensi penggunaan *Fisher Effect* sebagai kerangka pendukung dalam model penelitian ini.

2.2.2. Teori Pendukung Pertama: Fixed Income Pricing Theory

Fixed Income Pricing Theory digunakan sebagai teori pendukung dalam penelitian ini karena teori ini menjelaskan bagaimana nilai wajar suatu instrumen pendapatan tetap ditentukan berdasarkan arus kas masa depan yang didiskontokan ke nilai saat ini (Fabozzi et al., 1997). Dalam konteks sukuk, teori ini relevan karena sukuk memiliki karakteristik pembayaran imbal hasil periodik dan nilai nominal pada saat jatuh tempo, sehingga penilaiannya dapat dianalisis melalui pendekatan nilai kini dari arus kas yang diharapkan (Melzatia, et al., 2018). Dengan demikian, pemahaman mengenai konsep dasar Fixed Income Pricing Theory diperlukan untuk menjelaskan bagaimana investor menilai tingkat imbal hasil sukuk berdasarkan risiko, waktu, dan karakteristik instrumen yang diterbitkan (Saeed et al., 2021).

2.1.1.5. Konsep Dasar Fixed Income Pricing Theory

Teori penetapan harga pendapatan tetap (*Fixed Income Pricing Theory*) didasarkan pada prinsip nilai waktu dari uang, di mana nilai wajar sebuah instrumen ditentukan oleh nilai kini (*present value*) dari seluruh arus kas masa depan yang diharapkan. Dalam konteks sukuk, arus kas ini mencakup pembayaran imbal hasil periodik atau kupon serta nilai nominal yang akan diterima investor

pada saat jatuh tempo (Fabozzi, 2003). Proses diskonto arus kas tersebut menggunakan tingkat bunga tertentu yang dikenal sebagai imbal hasil yang diminta (*required yield*), yang berfungsi sebagai penyeimbang nilai investasi terhadap dimensi waktu (Fabozzi, 2003; Melzatia, Doktoralina, et al., 2018). Tingkat diskonto ini secara eksplisit mencerminkan akumulasi dari berbagai risiko sistemik maupun risiko spesifik yang melekat pada instrumen serta kondisi fundamental emiten penerbit (Saeed et al., 2021). Oleh karena itu, teori ini memberikan landasan kuantitatif bagi investor untuk mengevaluasi apakah tingkat imbal hasil yang ditawarkan sudah cukup untuk mengkompensasi profil risiko investasi tersebut.

dirumuskan sebagai berikut:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+y)^t} + \frac{FV}{(1+y)^n}$$

Keterangan:

- P_0 = harga penerbitan sukuk
- CF_t = arus kas/imbal hasil periodik
- FV = nilai nominal pada jatuh tempo
- y = yield to maturity
- n = tenor/jumlah periode

Berdasarkan formulasi matematis di atas, *Yield to Maturity* dapat didefinisikan sebagai tingkat diskonto tunggal yang menyamakan harga

penerbitan dengan nilai sekarang dari semua arus kas yang dijanjikan hingga jatuh tempo (Fabozzi, 2003). Secara ekonomi, hubungan ini menunjukkan bahwa ketika persepsi risiko terhadap emiten meningkat, investor akan menuntut imbal hasil yang lebih tinggi guna menjustifikasi pengambilan risiko tersebut, yang kemudian menyebabkan kenaikan pada angka YTM (Melzatia, Doktoralina, et al., 2018; Saeed et al., 2021). Pada pasar primer, tingkat imbal hasil yang ditetapkan merupakan harga risiko awal yang disepakati antara emiten dan investor berdasarkan seluruh informasi fundamental yang tersedia dalam prospektus. Dengan demikian, sinyal-sinyal keuangan emiten seperti tingkat utang, profitabilitas, dan likuiditas secara langsung memengaruhi penentuan YTM melalui penyesuaian pada komponen premi risiko dalam struktur imbal hasil (Jurkšas & Klinevičius, 2024). Integrasi mekanisme penetapan harga ini menjelaskan bagaimana data fundamental perusahaan secara sistematis dikonversi menjadi angka imbal hasil yang konkret di pasar modal.

2.1.1.6. Required Yield dan Risk Premium

Imbal hasil yang diminta (*required yield*) merupakan tingkat pengembalian minimal yang diharapkan oleh investor untuk menjustifikasi penempatan modal pada suatu instrumen utang seperti sukuk. Secara struktural, imbal hasil ini terdiri dari dua komponen utama, yaitu tingkat suku bunga bebas risiko (*risk-free rate*) dan akumulasi berbagai premi risiko (*risk premium*) yang melekat pada aset tersebut (Fabozzi, 2003). Tingkat suku bunga bebas risiko berfungsi sebagai kompensasi atas nilai waktu dari uang serta mencerminkan kondisi dasar pasar modal pada periode tertentu (Jurkšas & Klinevičius, 2024). Sementara itu, premi

risiko merupakan imbalan tambahan yang diminta investor sebagai bentuk proteksi terhadap berbagai potensi kerugian yang timbul dari karakteristik spesifik instrumen maupun emiten (Saeed et al., 2021). Penentuan besaran premi ini menjadi sangat krusial karena mencerminkan total kompensasi atas ketidakpastian arus kas yang akan diterima oleh pemegang sukuk hingga masa jatuh tempo (Adrian et al., 2015).

Secara konseptual, required yield dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Required Yield} = \text{Risk-Free Rate} + \text{Risk Premium}$$

Atau:

$$\text{Required Yield} = R_f + CRP + LP + MP + IP$$

Keterangan:

R_f = risk-free rate

CRP = credit risk premium

LP = liquidity premium

MP = maturity premium

IP = inflation premium

Dalam model penelitian ini, variabel-variabel fundamental emiten dan kondisi makroekonomi secara sistematis memengaruhi komponen premi risiko tersebut melalui mekanisme kausal yang terukur. Rasio *leverage* dan profitabilitas memiliki kaitan erat dengan *credit risk premium*, di mana peningkatan risiko gagal bayar akan memperbesar premi yang diminta oleh pasar (Majumdar & Puthiya,

2021). Variabel likuiditas berfungsi sebagai penentu besaran *liquidity premium* guna mengompensasi risiko kesulitan transaksi atau potensi kegagalan arus kas jangka pendek emiten (Adrian et al., 2015). Selain itu, pergerakan tingkat inflasi secara langsung memengaruhi *inflation premium* untuk menjaga nilai riil imbal hasil dari tekanan depresiasi mata uang selama tenor sukuk berlangsung (Jaffe & Mandelker, 1979; Kožul, 2014). Melalui integrasi ini, seluruh variabel independen dan moderasi dalam penelitian ini terhubung secara logis dengan pembentukan *Yield to Maturity* melalui struktur premi risiko yang dinamis.

2.1.1.7. Risk Premium dalam Sukuk Korporasi

Sukuk korporasi merupakan instrumen pendapatan tetap syariah yang memiliki karakteristik unik karena didasarkan pada struktur akad tertentu dan didukung oleh aset dasar (*underlying asset*). Walaupun dikemas dalam koridor syariah, investor sukuk tetap terekspos pada risiko ekonomi seperti risiko kredit, risiko likuiditas, risiko struktur akad, dan risiko pasar (Saeed et al., 2021). Dalam teori keuangan konvensional, premi risiko (*risk premium*) dipahami sebagai kompensasi atas ketidakpastian pengembalian utang (Fabozzi, 2003). Namun, dalam kerangka epistemologi ekonomi Islam, kompensasi ini tidak boleh lahir dari transaksi utang-piutang yang bersifat spekulatif (*gharar*) atau berbunga (*riba*), melainkan harus merepresentasikan kompensasi atas risiko kepemilikan atau pengelolaan aset nyata (*underlying asset*).

Validitas penentuan premi risiko pada sukuk secara teoretis mengakar pada kaidah fiqh muamalah yang diadopsi dari Hadis Nabi SAW riwayat Ahmad dan Abu Dawud, yaitu: *الْخَرَجُ بِالصَّمَانِ* (*Al-kharaju bid-dhaman*) yang berarti "Hak

untuk mendapatkan hasil muncul karena kesediaan menanggung risiko" dan kaidah *الْغُنْمُ بِالْغُرْمِ* (*Al-ghunmu bil-ghurmi*) yang berarti *"Keuntungan berbanding lurus dengan risiko"*. Melalui lensa kedua kaidah ini, premi risiko dalam sukuk mendapatkan legalitas syariah karena investor secara de jure bertindak sebagai pemilik aset atau penyedia modal yang siap menanggung risiko kerugian ekonomi, bukan sekadar pemberi pinjaman uang. Konsep pembagian risiko dan imbal hasil yang adil inilah yang menjadi manifestasi dari QS. An-Nisa: 29 mengenai kewajiban mendasarkan transaksi pada prinsip perniagaan yang sah (*tijarah*) dan kerelaan kedua belah pihak (*'an taradin minkum*).

Keabsahan penentuan harga dan premi risiko pada instrumen keuangan modern ini juga didukung oleh konsensus ulama kontemporer yang tertuang dalam Fatwa DSN-MUI No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah. Otoritas fatwa menegaskan bahwa sukuk boleh memberikan imbal hasil (berupa bagi hasil nisbah atau ujarah sewa) yang dipengaruhi oleh kondisi pasar, sejauh mekanismenya tidak menggunakan sistem bunga tetap yang terlepas dari performa aset dasarnya. Oleh karena itu, penggunaan *Fixed Income Pricing Theory* pada sukuk tidak boleh disamakan secara mutlak dengan obligasi konvensional. Pendekatan tersebut harus dimodifikasi sebagai alat analisis ekonomi untuk mengukur kewajaran imbal hasil yang disyaratkan (*required yield*) dengan tetap mengedepankan transparansi (*tabayyun*) dan kepastian akad (Lemhishi & Mahaini, 2024; Razak et al., 2018).

Dalam mengevaluasi tingkat risiko emiten, investor menganalisis sinyal fundamental melalui rasio keuangan seperti *Debt to Equity Ratio* (DER), *Return*

on Assets (ROA), dan *Current Ratio* (CR) (Saeed et al., 2021). Secara metodologis, fungsi rasio keuangan dan peringkat sukuk (*rating*) di era modern ini dapat di-qiyas-kan (dianalogi-kan) dengan konsep *Tatsbît* (verifikasi data) dan pengujian sifat *Amanah* (kredibilitas) serta *Fathanah* (profesionalisme) mitra bisnis dalam tradisi hukum Islam klasik. Di masa lalu, Rasulullah SAW dan para sahabat menguji rekam jejak rekayasa keuangan dan karakter calon pengelola modal sebelum menyepakati kerja sama syirkah demi menghindari risiko kelalaian sepihak (*ta'addi*). Di era kontemporer, rasio finansial bertindak sebagai instrumen ilmiah untuk mengonfirmasi kapasitas emiten dalam memenuhi komitmen akadnya. Pengiriman sinyal fundamental yang transparan berpotensi memitigasi asimetri informasi, menekan premi risiko, dan pada akhirnya menurunkan *required yield* pada saat penerbitan perdana (Majumdar & Puthiya, 2021).

2.1.1.8.YTM pada Saat Penerbitan sebagai Harga Risiko Awal

Yield to Maturity pada saat penerbitan merupakan tingkat imbal hasil yang terbentuk secara eksklusif di pasar primer sebagai hasil kesepakatan langsung antara emiten dan investor awal. Karakteristik YTM penerbitan berbeda secara fundamental dengan YTM di pasar sekunder yang fluktuasinya sangat dipengaruhi oleh dinamika perdagangan harian serta perubahan likuiditas pasar yang bersifat spekulatif (Fabozzi, 2003; Majumdar & Puthiya, 2021). Pada saat instrumen pertama kali ditawarkan, besaran imbal hasil ini mencerminkan persepsi risiko awal yang dimiliki investor terhadap profil kredit emiten serta kualitas struktur sukuk yang diterbitkan (Melzattia, et al., 2018). Oleh sebab itu, YTM penerbitan

dapat dipahami secara ekonomi sebagai "harga risiko awal" yang mengonsolidasikan seluruh sinyal fundamental menjadi satu angka tunggal pada titik awal investasi (Adrian et al., 2015). Penentuan angka ini menjadi sangat vital karena akan menjadi acuan biaya modal riil bagi emiten sekaligus patokan tingkat pengembalian minimal bagi para pemegang sukuk.

Dalam aspek pengukuran teknis, tingkat imbal hasil ini sangat bergantung pada harga jual instrumen terhadap nilai nominalnya di pasar perdana. Jika efek syariah diterbitkan pada harga pari (*at par*), maka tingkat imbalan atau kupon yang ditetapkan akan bernilai sama dengan *issue yield* (Fabozzi, 2003). Namun, apabila harga penerbitan berada di bawah atau di atas nilai nominal, maka YTM harus dihitung kembali menggunakan mekanisme nilai kini arus kas guna mencerminkan biaya modal yang sebenarnya (Saeed et al., 2021). Penelitian ini secara konsisten menggunakan istilah YTM penerbitan guna menegaskan bahwa variabel terikat yang diukur merupakan representasi murni dari *required return* investor pada saat kontrak pembiayaan dimulai (Majumdar & Puthiya, 2021). Dengan demikian, YTM pada pasar perdana menjadi indikator yang lebih akurat dalam menguji pengaruh sinyal laporan keuangan emiten dibandingkan dengan data harga yang sudah terdistorsi oleh aktivitas pasar sekunder.

2.2.3. Teori Pendukung Kedua: Fisher Effect

Fisher Effect digunakan sebagai teori pendukung dalam penelitian ini karena teori ini menjelaskan hubungan antara ekspektasi inflasi dengan tingkat imbal hasil nominal yang diminta oleh investor. Dalam pasar modal, perubahan inflasi dapat memengaruhi daya beli investor, sehingga investor cenderung

menyesuaikan tingkat pengembalian yang diharapkan agar imbal hasil riil tetap terjaga (Jaffe & Mandelker, 1979). Oleh karena itu, teori ini relevan untuk menjelaskan bagaimana kondisi makroekonomi, khususnya inflasi, dapat memengaruhi tingkat imbal hasil instrumen investasi seperti obligasi atau sukuk (Uribe, 2022).

2.2.3.1. Konsep Dasar *Fisher Effect*

Teori *Fisher Effect* yang dikembangkan oleh Irving Fisher menjelaskan hubungan fundamental antara tingkat imbal hasil nominal, imbal hasil riil, dan ekspektasi inflasi di pasar keuangan. Inti dari teori ini menyatakan bahwa investor pada dasarnya memperhatikan tingkat pengembalian riil yang mencerminkan daya beli sebenarnya, bukan sekadar angka nominal di atas kertas (Jaffe & Mandelker, 1979; Rötheli, 2020). Ketika ekspektasi inflasi meningkat, pemberi pinjaman atau pembeli obligasi akan menuntut kompensasi tambahan dari peminjam atas potensi hilangnya daya beli uang selama periode investasi berlangsung (Rötheli, 2020). Hal ini menyebabkan tingkat imbal hasil nominal cenderung bergerak searah dengan perubahan ekspektasi inflasi guna menjaga kestabilan tingkat imbal hasil riil (Kožul, 2014; Uribe, 2022). Oleh karena itu, *Fisher Effect* memberikan landasan teoretis mengenai bagaimana kondisi makroekonomi secara sistemik memengaruhi standar pengembalian minimal yang diminta oleh investor di pasar modal.

dirumuskan sebagai berikut:

$$i = r + \pi^e$$

Keterangan:

i = tingkat imbal hasil nominal

r = tingkat imbal hasil riil

π^e = ekspektasi inflasi

Dalam konteks penelitian ini, *Yield to Maturity* pada saat penerbitan sukuk merupakan representasi dari tingkat imbal hasil nominal yang mencakup dua jenis kompensasi utama bagi investor. Berdasarkan formulasi *Fisher*, YTM nominal menggabungkan tingkat pengembalian riil sebagai imbalan atas penundaan konsumsi serta premi inflasi sebagai proteksi terhadap risiko moneter (Jaffe & Mandelker, 1979). Kenaikan inflasi akan mendorong investor untuk menaikkan *required nominal return* guna memastikan bahwa nilai ekonomi dari imbalan sukuk tidak tergerus oleh kenaikan harga barang dan jasa secara umum (Bansal & Shaliastovich, 2012). Hal ini menunjukkan bahwa inflasi memiliki relevansi yang sangat kuat dalam proses pembentukan harga risiko awal di pasar perdana (Purnomo et al., 2022). Dengan demikian, pemahaman terhadap *Fisher Effect* sangat penting untuk menganalisis bagaimana faktor eksternal ini mampu memengaruhi sensitivitas imbal hasil terhadap sinyal fundamental internal perusahaan.

2.2.3.2. Inflasi dan *Required Nominal Return*

Inflasi secara sistemik menurunkan daya beli riil dari pembayaran imbal hasil yang akan diterima oleh investor di masa depan. Karena sukuk korporasi merupakan instrumen pendapatan tetap syariah dengan jadwal arus kas yang relatif stabil, kenaikan harga barang dan jasa secara umum akan mengerosi nilai

ekonomi dari setiap pembayaran imbalan yang diterima (Jaffe & Mandelker, 1979). Untuk melindungi nilai investasi mereka dari risiko depresiasi mata uang, para pelaku pasar secara rasional akan menuntut kompensasi nominal yang lebih tinggi guna menetralkan efek penurunan daya beli tersebut (Bansal & Shaliastovich, 2012). Kompensasi ini diwujudkan dalam bentuk premi inflasi (*inflation premium*) yang secara teknis menjadi bagian integral dari struktur imbal hasil yang diminta oleh investor (Purnomo et al., 2022). Oleh karena itu, peningkatan ekspektasi inflasi akan mendorong investor untuk melakukan penyesuaian pada tingkat pengembalian minimal sebagai bentuk proteksi terhadap ketidakpastian nilai riil arus kas di masa mendatang.

Di samping memengaruhi daya beli, pergerakan inflasi juga sering kali memicu perubahan pada kondisi moneter serta biaya modal (*cost of fund*) secara keseluruhan di pasar modal. Dalam situasi ekonomi yang mengalami tekanan inflasi, penentuan harga di pasar primer menjadi sangat krusial karena emiten harus bersaing memperebutkan likuiditas investor yang cenderung menjadi lebih selektif. Emiten diwajibkan untuk menawarkan tingkat imbal hasil yang cukup kompetitif agar instrumen pembiayaan syariah yang ditawarkan dapat terserap sepenuhnya oleh pasar perdana (Melzatia, Doktoralina, et al., 2018). Ketidakmampuan emiten dalam menyesuaikan penawaran *yield* dengan ekspektasi inflasi pasar dapat mengakibatkan risiko kegagalan penyerapan emisi yang berdampak pada terganggunya target pendanaan perusahaan (Saeed et al., 2021). Dengan demikian, inflasi berperan sebagai determinan eksternal utama yang

menentukan ambang batas *required nominal return* yang harus dipenuhi oleh setiap emiten sukuk guna menjaga daya tarik instrumen di mata investor.

2.2.3.3. Inflasi sebagai Faktor Moderasi

Inflasi berperan sebagai faktor kondisi makroekonomi yang dapat mengubah kekuatan hubungan antara kinerja fundamental internal dengan penentuan imbal hasil sukuk melalui saluran daya beli (*purchasing power channel*). Ketika inflasi meningkat, nilai riil arus kas yang diterima investor berpotensi menurun, sehingga investor cenderung menuntut premi inflasi atau kompensasi imbal hasil nominal yang lebih tinggi untuk melindungi nilai ekonomis investasinya (Jaffe & Mandelker, 1979; Kožul, 2014). Dalam perspektif syariah, perlindungan nilai harta (*hifdz al-mal*) merupakan salah satu prinsip penting untuk mencegah kerugian sepihak dalam transaksi keuangan. Hal ini sejalan dengan prinsip keadilan dalam QS. Al-Baqarah: 279, yaitu “*lā tazlimūna wa lā tuẓlamūn*” yang berarti “kamu tidak menzalimi dan tidak pula dizalimi” (Usman et al., 2024). Prinsip tersebut memberikan landasan moral bahwa penyesuaian imbal hasil nominal dapat dipahami sebagai upaya menjaga kewajaran transaksi agar hak ekonomi investor tidak tergerus oleh kenaikan harga secara sistemik, sepanjang tetap berada dalam struktur akad yang sah dan transparan.

Saluran biaya modal (*cost of fund channel*) menjelaskan bagaimana inflasi memengaruhi kapasitas emiten dalam memenuhi kewajiban dan bagaimana kondisi tersebut kemudian direspons oleh pasar. Inflasi yang tinggi cenderung meningkatkan biaya input, kebutuhan modal kerja, dan biaya pendanaan, sehingga

emiten dengan tingkat leverage tinggi menjadi lebih rentan terhadap tekanan arus kas dan risiko gagal bayar (Albulescu et al., 2016; Rötheli, 2020). Dalam kondisi tersebut, investor dapat menafsirkan DER yang tinggi sebagai sinyal risiko yang lebih kuat, sehingga pengaruh positif leverage terhadap Yield to Maturity berpotensi meningkat. Pada saat yang sama, kenaikan biaya operasional akibat inflasi dapat mengurangi efektivitas sinyal profitabilitas karena laba yang tinggi belum tentu menjamin ketahanan margin dan arus kas di masa depan (Purnomo et al., 2022; Saeed et al., 2021). Dalam perspektif syariah, tekanan biaya dan ketidakpastian ekonomi perlu dikelola secara adil agar tidak menimbulkan beban yang merugikan salah satu pihak dalam transaksi. Oleh karena itu, moderasi inflasi membantu menjelaskan sejauh mana tekanan biaya eksternal dapat mengubah penilaian investor terhadap sinyal fundamental emiten yang tercermin dalam laporan keuangan.

Terakhir, saluran ketidakpastian arus kas (*cash flow uncertainty channel*) menegaskan bahwa inflasi dapat mengurangi daya informatif sinyal fundamental perusahaan. Volatilitas harga yang tinggi meningkatkan ketidakpastian biaya operasional, kebutuhan modal kerja, serta nilai riil arus kas masa depan, sehingga investor dapat menjadi kurang responsif terhadap sinyal likuiditas seperti Current Ratio dan lebih fokus pada risiko sistemik (Purnomo et al., 2022; Uribe, 2022). Kondisi tersebut sejalan dengan prinsip kehati-hatian dalam transaksi syariah karena ketidakpastian yang berlebihan perlu diminimalkan agar tidak menimbulkan unsur *gharar* dalam pengambilan keputusan investasi (Baihaqi & Bonang, 2025). Dengan demikian, inflasi berfungsi sebagai faktor makroekonomi

yang dapat mengubah kekuatan hubungan antara kinerja fundamental internal dengan penentuan YTM. Integrasi ini bertujuan mendukung kemaslahatan dengan memastikan harga risiko yang terbentuk di pasar mencerminkan realitas ekonomi secara lebih adil bagi emiten maupun investor.

2.2.3.4. Arah Moderasi Inflasi dalam Model Penelitian

Rasio DER mencerminkan beban kewajiban finansial emiten yang secara langsung memengaruhi persepsi risiko gagal bayar bagi para investor sukuk di pasar perdana. Dalam situasi inflasi yang meningkat, tekanan terhadap biaya modal dan biaya operasional semakin membebani struktur keuangan perusahaan, sehingga tingkat *leverage* yang tinggi menjadi sinyal bahaya yang jauh lebih kritis (Adrian et al., 2015). Investor cenderung menjadi lebih sensitif terhadap beban utang emiten di tengah ketidakpastian ekonomi makro, yang kemudian mendorong kenaikan premi risiko secara signifikan (Purnomo et al., 2022). Dengan demikian, inflasi diposisikan sebagai variabel yang memperkuat pengaruh positif DER terhadap *Yield to Maturity* pada saat penerbitan (Kořul, 2014).

Profitabilitas yang diproksikan melalui ROA berfungsi sebagai sinyal positif mengenai kemampuan strategis emiten untuk menjamin pembayaran imbal hasil secara konsisten. Namun, kondisi inflasi yang tinggi menyebabkan terjadinya erosi pada nilai riil arus kas yang akan diterima oleh investor di masa depan, sesuai dengan prinsip *Fisher Effect* (Bansal & Shaliastovich, 2012). Meskipun perusahaan menunjukkan efisiensi operasional yang sangat baik, investor tetap akan menuntut kompensasi nominal yang tinggi guna memitigasi risiko penurunan daya beli secara sistemik (Uribe, 2022). Oleh karena itu,

kehadiran inflasi dalam model penelitian ini diperkirakan akan memperlemah kekuatan pengaruh negatif ROA terhadap tingkat YTM sukuk korporasi.

Current Ratio memberikan sinyal mengenai ketersediaan likuiditas emiten dalam menghadapi kewajiban jangka pendek tanpa mengalami kendala arus kas yang berarti. Namun, inflasi yang tinggi dapat meningkatkan ketidakpastian kebutuhan modal kerja dan volatilitas biaya operasional, sehingga efektivitas *buffer* likuiditas internal menjadi berkurang di mata pasar (Purnomo et al., 2022). Investor cenderung memandang risiko sistemik dari inflasi sebagai faktor dominan yang melampaui keunggulan kondisi likuiditas spesifik yang dimiliki oleh emiten (Adrian et al., 2015). Sebagai hasilnya, pengaruh negatif CR terhadap YTM diprediksi akan mengalami pelemahan yang cukup signifikan seiring dengan meningkatnya laju inflasi (Purnomo et al., 2022; Saeed et al., 2021).

2.2.4. Integrasi Signaling Theory, Fixed Income Pricing Theory, dan Fisher Effect

Integrasi antara *Signaling Theory*, *Fixed Income Pricing Theory*, dan *Fisher Effect* menciptakan kerangka analisis yang komprehensif untuk memahami dinamika pembentukan harga sukuk korporasi. *Signaling Theory* bertindak sebagai fondasi yang menjelaskan bagaimana informasi keuangan emiten digunakan sebagai sinyal untuk mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan investor (Pamungkas et al., 2022). Selanjutnya, *Fixed Income Pricing Theory* menyediakan mekanisme teknis untuk mengonversi sinyal-sinyal fundamental tersebut menjadi besaran premi risiko yang menentukan tingkat diskonto instrumen (Mahardika & Ismiyanti, 2021; Putri et al., 2020). Sementara itu, *Fisher*

Effect melengkapi model dengan memasukkan dimensi makroekonomi yang menjelaskan penyesuaian imbal hasil nominal terhadap ekspektasi inflasi pasar guna menjaga nilai riil investasi (Karagöz, 2024). Ketiga teori ini saling melengkapi satu sama lain, di mana sinyal internal perusahaan dan kondisi eksternal pasar secara simultan menentukan ambang batas pengembalian yang diminta oleh investor.

Alur dalam model penelitian ini secara sistematis menggabungkan sinyal fundamental dengan kondisi lingkungan untuk menentukan *Yield to Maturity* pada saat penerbitan sukuk. Rasio keuangan seperti DER, ROA, dan CR diklasifikasikan sebagai sinyal fundamental yang membentuk persepsi risiko investor terhadap kapasitas pembayaran emiten di masa depan (Hutagalung et al., 2025). Persepsi risiko ini kemudian diterjemahkan menjadi komponen premi risiko dalam struktur imbal hasil sesuai dengan prinsip penetapan harga instrumen pendapatan tetap (Fabozzi, 2003). Dalam proses tersebut, kehadiran inflasi tidak hanya berperan sebagai penambah imbal hasil nominal, tetapi juga bertindak sebagai moderator yang mengubah sensitivitas investor terhadap kualitas sinyal fundamental perusahaan (Kožul, 2014). Dengan demikian, YTM akhir merupakan hasil akumulasi dari premi risiko spesifik emiten dan premi inflasi sistemik yang mencerminkan profil risiko investasi secara utuh pada saat penawaran perdana.

2.2.5. Implikasi Teori terhadap Model Penelitian

Berdasarkan sintesis antara *Signaling Theory*, *Fixed Income Pricing Theory*, dan *Fisher Effect*, penelitian ini merumuskan kerangka logis mengenai arah hubungan antarvariabel dalam model penelitian. Variabel fundamental

emiten, seperti *leverage*, profitabilitas, dan likuiditas, bertindak sebagai sinyal yang ditafsirkan investor untuk menilai kualitas dan risiko emiten. Sinyal tersebut kemudian direspons pasar melalui penyesuaian premi risiko dalam *Yield to Maturity* (YTM) pada saat penerbitan sukuk (Yuhana & Kartini, 2025). Sementara itu, inflasi berperan sebagai faktor kondisi makroekonomi yang memengaruhi *required nominal return* sekaligus mengubah sensitivitas investor terhadap sinyal fundamental emiten. Dengan demikian, arah hubungan antarvariabel dalam model ini dibangun atas dasar mekanisme sinyal, premi risiko, dan penyesuaian imbal hasil nominal.

Kerangka hubungan kausalitas dan determinasi risiko-imbal hasil dalam model penelitian ini secara epistemologi Islam merupakan manifestasi dari prinsip *Mizan* (keseimbangan, proporsionalitas, dan ketepatan ukur). Prinsip kosmologis ini ditegaskan Allah SWT dalam QS. Ar-Rahman: 7-9:

وَالسَّمَاءَ رَفَعَهَا وَوَضَعَ الْمِيزَانَ ۖ
أَلَّا تَطْغَوْا فِي الْمِيزَانِ ۚ
وَأَقِيمُوا الْوَزْنَ بِالْقِسْطِ وَلَا تُخْسِرُوا الْمِيزَانَ

"Dan Allah telah meninggikan langit dan Dia meletakkan mizan. Supaya kamu jangan melampaui batas tentang mizan itu. Dan tegakkanlah timbangan itu dengan adil dan janganlah kamu mengurangi mizan itu."

Dalam konteks struktur keuangan syariah, prinsip *mizan* menuntut adanya proporsionalitas yang adil antara tingkat risiko yang dihadapi (*al-ghurm*) dengan kompensasi imbal hasil yang disyaratkan (*al-ghunm*). Model empiris dalam penelitian ini disusun untuk menguji apakah pasar sukuk telah berjalan secara adil sesuai koridor *mizan* tersebut. Ketika risiko emiten meningkat, timbangan imbal

hasil (YTM) secara alamiah harus naik sebagai bentuk kompensasi yang adil, dan sebaliknya. Ketepatan dalam pemodelan matematis ini mencerminkan kehati-hatian agar penilaian investasi terbebas dari unsur kezaliman akibat ketidakpastian informasi (*gharar*) (Hibaturohman et al., 2026).

Dalam kerangka *Signaling Theory*, variabel dengan ekspektasi arah negatif menunjukkan bahwa semakin kuat sinyal positif yang dikirimkan emiten, seperti profitabilitas, likuiditas, *rating*, dan ukuran perusahaan, maka semakin rendah persepsi risiko dan asimetri informasi yang dirasakan investor (Wardiwiyo & Imron, 2022). Secara teknis, kondisi tersebut akan menurunkan permintaan premi risiko dalam struktur *Fixed Income Pricing Theory*, sehingga YTM yang diminta investor menjadi lebih rendah (Saeed et al., 2021). Sebaliknya, variabel dengan ekspektasi arah positif, seperti *leverage* dan tenor, mencerminkan peningkatan risiko kredit atau risiko jatuh tempo yang memerlukan kompensasi imbal hasil lebih tinggi. Pola hubungan ini mencerminkan bekerjanya hukum pasar yang sejalan dengan nilai-nilai keterbukaan informasi (*tabayyun*) untuk menekan asimetri informasi yang dilarang dalam Islam.

Pada posisi variabel moderasi, penempatan inflasi sebagai faktor penentu kekuatan sinyal keuangan sejalan dengan pemikiran ekonomi Islam klasik (seperti analisis Al-Maqrizi mengenai depresiasi nilai mata uang). Ketika terjadi inflasi, daya beli riil dari imbal hasil sukuk mengalami penurunan. Berdasarkan prinsip makroekonomi Islam, perlindungan terhadap nilai harta (*Hifzh al-Mal*) membenarkan adanya penyesuaian nominal (Fisher Effect) agar hak-hak investor

tidak berkurang, sejalan dengan prinsip QS. Al-Baqarah: 279 (*la tazhlimuna wa la tuzhlamun - kamu tidak menganiaya dan tidak pula dianiaya*).

Secara teknis-model, inflasi yang tinggi diperkirakan memperkuat pengaruh positif *leverage* terhadap YTM karena tekanan makroekonomi meningkatkan risiko gagal bayar emiten atas aset dasarnya. Sebaliknya, inflasi tinggi diperkirakan memperlemah pengaruh negatif profitabilitas dan likuiditas terhadap YTM. Hal ini terjadi karena sinyal positif berupa tingginya ROA dan CR menjadi kurang efektif di mata investor ketika dihadapkan pada ketidakpastian nilai riil uang di masa depan. Dengan demikian, model moderasi dalam penelitian ini tidak sekadar melihat interaksi statistik, melainkan menguji bagaimana perubahan kondisi moneter mengubah parameter keadilan dan struktur kompensasi ekonomi (*required return*) pada instrumen sukuk korporasi.

2.3.Yield to Maturity Sukuk Korporasi pada Saat Penerbitan

Yield to Maturity (YTM) didefinisikan sebagai tingkat pengembalian internal (*internal rate of return/IRR*) yang menyetarakan harga penerbitan suatu instrumen pendapatan tetap dengan nilai sekarang dari seluruh arus kas masa depan, yaitu pembayaran imbal hasil periodik serta nilai nominal pada saat jatuh tempo. Dengan demikian, YTM mencerminkan tingkat imbal hasil yang disyaratkan investor apabila instrumen dipegang hingga jatuh tempo (Nihal, 2023). Dalam konteks penelitian ini, fokus utama adalah YTM pada saat penerbitan (*issue yield*), yaitu tingkat imbal hasil yang terbentuk di pasar primer ketika sukuk korporasi pertama kali ditawarkan kepada investor. Konsep ini berbeda dari YTM pasar sekunder yang dapat berubah mengikuti fluktuasi harga,

likuiditas perdagangan, dan perubahan kondisi pasar setelah emisi. Oleh karena itu, YTM penerbitan penting dianalisis karena mencerminkan ekspektasi awal investor terhadap risiko emiten, karakteristik instrumen, dan kondisi makroekonomi pada saat sukuk diterbitkan (Bachtiar et al., 2018).

Dalam kerangka *Fixed Income Pricing Theory*, YTM pada saat penerbitan dapat dipahami sebagai bentuk kompensasi atas risiko yang ditanggung investor. Secara teknis, YTM merupakan tingkat diskonto yang menyamakan harga penerbitan dengan nilai kini arus kas masa depan. Sementara itu, secara konseptual, *required yield* dipahami sebagai akumulasi nilai waktu dari uang dan kompensasi atas ketidakpastian. Secara matematis, hubungan tersebut diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Required Yield} = r_f + RP$$

Di mana r_f merupakan tingkat imbal hasil acuan (*benchmark rate*) yang dalam ekosistem keuangan Islam diproksikan melalui instrumen berisiko rendah yang diterbitkan pemerintah (seperti Surat Berharga Syariah Negara/SBSN) dengan tenor yang sebanding. Komponen RP merupakan premi risiko (*risk premium*) yang mencakup akumulasi dari risiko kredit, risiko likuiditas, risiko tenor, risiko struktur instrumen, serta ketidakpastian makroekonomi (Kibria, 2024). Dengan demikian, YTM penerbitan akan bergeser naik secara linier ketika pasar mempersepsikan risiko emiten atau instrumen berada pada tingkat yang lebih tinggi.

Penelitian empiris menunjukkan bahwa semakin tinggi persepsi risiko emiten, baik karena leverage yang tinggi, profitabilitas yang lemah, likuiditas yang rendah, maupun kondisi pasar yang volatil, semakin besar premi risiko yang diminta investor sehingga YTM pada saat penerbitan cenderung meningkat (H. Uddin, 2022). Dalam konteks sukuk, struktur pembiayaan berbasis aset tidak menghapus risiko kredit, risiko likuiditas, dan risiko pasar sepenuhnya. Oleh karena itu, prinsip dasar penentuan imbal hasil tetap relevan, sepanjang penerapannya memperhatikan karakteristik sukuk sebagai instrumen pembiayaan syariah yang berbasis akad dan *underlying asset*. Hal ini sejalan dengan kajian Roslen et al. (2021) mengenai perilaku yield pada Green SRI Sukuk yang menunjukkan bahwa dinamika imbal hasil sukuk tetap dipengaruhi oleh persepsi risiko dan kondisi pasar.

Penerapan formula penetapan harga ini pada sukuk menuntut penyesuaian filosofis yang mendasar. Pada obligasi konvensional, YTM mencerminkan biaya utang (*cost of debt*) yang wajib dibayar terlepas dari kondisi operasional emiten. Sebaliknya, pada sukuk korporasi, YTM pada saat penerbitan (*issue yield*) bertindak sebagai tingkat imbal hasil yang disyaratkan berdasarkan proyeksi produktivitas aset dasar (*underlying asset*) atau margin keuntungan dari akad komersial yang digunakan. Oleh karena itu, *Required Yield* pada sukuk tidak dipahami sebagai harga atas peminjaman uang (*price of loan*), melainkan sebagai proyeksi tingkat keuntungan wajar atas kepemilikan aset atau penyertaan modal yang disepakati oleh emiten dan investor di pasar primer.

Penelitian empiris menunjukkan bahwa semakin tinggi persepsi risiko emiten, baik karena *leverage* yang tinggi, profitabilitas yang lemah, likuiditas yang rendah, maupun kondisi pasar yang volatil, semakin besar premi risiko yang diminta investor sehingga YTM pada saat penerbitan cenderung meningkat (H. Uddin, 2022). Dalam konteks sukuk, struktur pembiayaan berbasis aset tidak menghapus risiko ekonomi sepenuhnya. Dinamika imbal hasil sukuk tetap dipengaruhi oleh persepsi risiko dan kondisi pasar (Roslen et al., 2021). Namun, Islam memberikan batasan bahwa kompensasi risiko tersebut harus berbasis atas realitas ekonomi aset (*real sector asset backing*), bukan atas rekayasa keuangan yang spekulatif.

Dalam perspektif Islam, penentuan harga imbal hasil jangka panjang yang adil wajib didasarkan pada prinsip kejelasan kontrak (*kejelasan akad*) dan akuntabilitas informasi guna mengeliminasi unsur ketidakjelasan (*gharar*) yang dapat merugikan salah satu pihak. Urgensi dokumentasi dan transparansi komitmen finansial jangka panjang ini ditegaskan Allah SWT dalam QS. Al-Baqarah: 282:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ

"Wahai orang-orang yang beriman, apabila kamu bermuamalah tidak secara tunai untuk waktu yang ditentukan, hendaklah kamu menuliskannya..." (Lajnah Pentashihan Mushaf Al-Qur'an, 2011).

Ayat ini memberikan landasan epistemologis bahwa setiap transaksi keuangan yang mengandung dimensi waktu wajib disertai dengan pencatatan dan

keterbukaan informasi yang rigid. Dalam konteks penerbitan sukuk di pasar perdana, manifestasi dari perintah *kitabah* (pencatatan) ini tercermin pada kejelasan prospektus resmi, kejelasan struktur hukum akad, transparansi *underlying asset*, serta pengungkapan indikator risiko finansial secara jujur. Nilai-nilai keterbukaan informasi (*tabayyun*) dan kejujuran (*shiddiq*) inilah yang memitigasi asimetri informasi antara emiten dan investor. Dengan demikian, penentuan YTM penerbitan tidak hanya memiliki dimensi ekonomi sebagai cerminan harga risiko, tetapi juga memiliki dimensi syariah sebagai bentuk penegakan keadilan kontrak demi mewujudkan transaksi yang saling rida (*'an taradin*).

Berdasarkan sintesis teoretis di atas, *Yield to Maturity* (YTM) sukuk korporasi pada saat penerbitan merupakan variabel dependen yang merepresentasikan tingkat imbal hasil nominal yang disyaratkan investor sebagai kompensasi atas risiko ekonomi instrumen, di mana pembentukan harganya wajib dimitigasi melalui pengungkapan informasi yang transparan dan didukung secara penuh oleh performa aset dasar yang sah menurut prinsip syariah.

2.4. Leverage (*Debt to Equity Ratio*/DER)

Leverage merupakan rasio yang menggambarkan sejauh mana perusahaan menggunakan pendanaan berbasis kewajiban dalam struktur modalnya. Dalam penelitian ini, *leverage* diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER), yaitu perbandingan antara total kewajiban dan total ekuitas perusahaan. DER digunakan untuk menilai proporsi pendanaan eksternal terhadap modal sendiri, sehingga semakin tinggi nilai DER, semakin besar ketergantungan perusahaan terhadap

pembiayaan berbasis kewajiban (Abduh & Handayani, 2022). Dalam konteks emiten sukuk korporasi, DER menjadi indikator vital karena mencerminkan besarnya beban finansial tetap yang harus dikelola perusahaan bersamaan dengan kewajiban pembayaran imbal hasil periodik dan pengembalian modal pokok sukuk kepada investor di masa depan. Dengan demikian, DER tidak hanya menunjukkan struktur pendanaan perusahaan, tetapi juga memberikan gambaran awal mengenai potensi tekanan keuangan yang dapat memengaruhi persepsi investor.

Dalam kerangka *Signaling Theory*, DER dipahami sebagai sinyal fundamental yang ditafsirkan investor untuk menilai risiko keuangan emiten. Berdasarkan teori ini, DER yang tinggi cenderung direspons pasar sebagai sinyal negatif (*bad signal*) karena merepresentasikan struktur modal yang agresif dan rentan terhadap guncangan likuiditas (Saeed et al., 2021). Kondisi tersebut meningkatkan kekhawatiran investor terhadap kapasitas emiten dalam menjamin kelangsungan operasi aset dasar (*underlying asset*) sukuk. Sebaliknya, DER yang lebih rendah memberikan sinyal bahwa perusahaan memiliki struktur pendanaan yang lebih konservatif, mandiri, dan memiliki risiko tekanan keuangan yang relatif lebih rendah pada saat penerbitan sukuk. Oleh karena itu, informasi *leverage* yang tercermin dalam laporan keuangan emiten menjadi salah satu sinyal penting dalam proses penilaian risiko pada saat penerbitan sukuk.

Dalam perspektif *Fixed Income Pricing Theory*, peningkatan *leverage* berpotensi meningkatkan *credit risk premium* yang diminta investor. Ketika investor menilai bahwa risiko kredit emiten meningkat akibat tingginya rasio

DER, investor akan menuntut kompensasi berupa imbal hasil yang lebih tinggi (*required yield*) sebagai kompensasi atas ketidakpastian tersebut (Fabozzi, 2003). Oleh karena itu, secara teoretis *leverage* diperkirakan memiliki hubungan positif dengan *Yield to Maturity* (YTM) sukuk korporasi pada saat penerbitan. Penilaian pasar ini sejalan dengan temuan Syakdiyah & Putra (2021) serta Muhamed et al. (2022) yang menegaskan bahwa *leverage* tinggi menurunkan persepsi kualitas kredit emiten sehingga berdampak pada peningkatan *yield* yang disyaratkan pasar.

Dalam konteks sukuk, struktur berbasis akad dan keberadaan *underlying asset* tidak menghilangkan risiko ekonomi emiten sepenuhnya. Investor tetap memperhatikan kapasitas keuangan perusahaan penerbit karena kelancaran pembayaran imbal hasil dan pokok sukuk tetap berkaitan dengan kemampuan emiten dalam mengelola arus kas dan kewajibannya. DER yang terlalu tinggi dapat meningkatkan potensi *financial distress*, sehingga mendorong investor untuk meminta premi risiko yang lebih besar. Hamzah et al. (2018) juga menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi lebih rentan terhadap peningkatan risiko keuangan dan ekspektasi imbal hasil yang lebih besar dari investor. Dengan demikian, DER dapat ditempatkan sebagai proksi risiko keuangan yang relevan dalam menjelaskan pembentukan YTM sukuk pada saat penerbitan.

Secara epistemologi ekonomi Islam, pembiayaan eksternal atau pemanfaatan modal pihak ketiga (*al-amwal al-mustafadah*) pada dasarnya diperbolehkan dalam koridor muamalah, sejauh terbebas dari unsur ribawi dan dikelola berdasarkan prinsip kehati-hatian (*prudent*). Namun, akumulasi utang

yang tidak terkendali (DER tinggi) bertentangan dengan prinsip *Tawazzun* (keseimbangan finansial) dan prinsip larangan melampaui batas dalam pengelolaan harta. Larangan menciptakan risiko finansial yang berlebihan dan membahayakan pihak lain (*investor*) mengakar kuat pada hadis Rasulullah SAW yang diriwayatkan dalam *Kitab Al-Ahkam* oleh Imam Ibnu Majah (Hadis No. 2341) serta *Musnad Ahmad*.

لَا ضَرَرَ وَلَا ضِرَارَ

"Tidak boleh ada bahaya dan tidak boleh membahayakan orang lain."

Melalui lensa hadis ini, emiten sukuk memiliki kewajiban moral dan hukum untuk menjaga batas *leverage* yang aman agar tidak menciptakan potensi bahaya keuangan (*financial distress*) yang dapat merugikan investor publik. Struktur utang yang terlalu tinggi dapat memicu terjadinya risiko kelalaian sepihak (*ta'addi*) dalam pengelolaan aset dasar sukuk. Oleh karena itu, dalam perspektif syariah, pengujian rasio DER bukan sekadar analisis akuntansi konvensional, melainkan sebuah instrumen ilmiah modern untuk mengukur tingkat ketahanan (*stability*) dan pemenuhan *amanah* emiten dalam menjaga kemaslahatan (*maslahah*) para pemangku kepentingan (*stakeholders*). Secara operasional, *Debt to Equity Ratio* dirumuskan sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Total utang (*total liabilities*) mencakup seluruh kewajiban jangka pendek dan jangka panjang yang tercatat dalam laporan posisi keuangan, sedangkan total ekuitas (*total equity*) mencakup modal disetor, laba ditahan, dan komponen ekuitas lainnya. Dalam penelitian ini, DER diperoleh dari laporan keuangan tahunan emiten pada periode sebelum penerbitan sukuk ($t-1$). Konteks ini sengaja dipilih agar merepresentasikan kondisi riil struktur pendanaan emiten sebelum investor melakukan penilaian risiko di pasar perdana. Penggunaan data sebelum penerbitan ini krusial untuk menjaga konsistensi logika sebab-akibat, sekaligus mencerminkan prinsip *Bayyan* (kejelasan informasi) dalam Islam. Emiten wajib memaparkan rekam jejak posisi utangnya secara historis dan jujur agar investor terhindar dari *jahalah* (ketidaktahuan) sebelum menyepakati tingkat imbal hasil yang disyaratkan. Dengan demikian, DER digunakan sebagai proksi *leverage* yang secara teoretis diperkirakan berpengaruh positif terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

2.5. Profitabilitas (*Return on Assets/ROA*)

Profitabilitas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari sumber daya yang dimilikinya. Dalam penelitian ini, profitabilitas diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA), yaitu rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari total aset yang dikelola. ROA digunakan karena mampu menggambarkan efektivitas manajemen dalam memanfaatkan aset untuk menciptakan kinerja keuangan yang produktif (Syakdiyah & Putra, 2021). Semakin tinggi ROA, semakin baik kemampuan perusahaan dalam mengonversi aset menjadi laba, sehingga kondisi tersebut dapat

menunjukkan efisiensi operasional dan kapasitas keuangan yang lebih kuat. Dalam konteks emiten sukuk korporasi, profitabilitas menjadi indikator penting karena laba yang dihasilkan perusahaan dapat memperkuat kemampuan emiten dalam memenuhi kewajiban pembayaran imbal hasil dan pokok sukuk.

Dalam kerangka *Signaling Theory*, ROA dapat dipahami sebagai sinyal fundamental yang mencerminkan kualitas kinerja keuangan emiten. ROA yang tinggi memberikan sinyal positif kepada investor bahwa perusahaan memiliki kemampuan menghasilkan laba yang baik dan kapasitas yang lebih kuat dalam menjaga keberlanjutan arus kas. Sinyal ini penting dalam penerbitan sukuk karena investor menilai kemampuan emiten tidak hanya dari struktur akad, tetapi juga dari kekuatan fundamental perusahaan penerbit. Emiten dengan profitabilitas yang baik cenderung dipersepsikan memiliki risiko gagal bayar yang lebih rendah karena memiliki sumber laba yang dapat mendukung pembayaran kewajiban secara berkelanjutan. Dengan demikian, profitabilitas berperan sebagai sinyal positif yang dapat menurunkan persepsi risiko investor terhadap sukuk yang diterbitkan.

Dalam perspektif *Fixed Income Pricing Theory*, profitabilitas berhubungan dengan pembentukan *credit risk premium*. Semakin tinggi profitabilitas emiten, semakin rendah persepsi risiko kredit karena investor menilai perusahaan memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menghasilkan laba dan menjaga arus kas untuk memenuhi kewajiban pembayaran imbal hasil sukuk. Penurunan persepsi risiko tersebut menyebabkan investor cenderung meminta premi risiko yang lebih kecil, sehingga *Yield to Maturity* pada saat penerbitan diperkirakan

lebih rendah. Dengan demikian, secara teoritis ROA memiliki hubungan negatif dengan YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan. Penelitian Aprilliani & Yana, (2019) menemukan bahwa ROA berpengaruh negatif signifikan terhadap YTM sukuk korporasi ijarah di Indonesia karena investor memandang profitabilitas tinggi sebagai sinyal kemampuan bayar yang kuat. Temuan serupa juga dijelaskan oleh (Komariah, 2019), bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung memiliki biaya pendanaan yang lebih rendah karena risiko gagal bayar yang lebih kecil.

Dalam konteks sukuk, struktur berbasis akad dan *underlying asset* tidak menghilangkan pentingnya kinerja fundamental emiten. Investor tetap memperhatikan profitabilitas karena kelancaran pembayaran imbal hasil dan pokok sukuk sangat berkaitan dengan kapasitas perusahaan dalam menghasilkan laba dan mempertahankan arus kas. ROA yang tinggi dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap kualitas emiten dan memperkuat persepsi bahwa perusahaan memiliki kemampuan yang memadai untuk memenuhi komitmen akad. Sebaliknya, ROA yang rendah dapat menimbulkan kekhawatiran terhadap keberlanjutan kinerja keuangan dan kemampuan pembayaran di masa depan. Oleh karena itu, ROA menjadi salah satu proksi kinerja fundamental yang relevan dalam menjelaskan pembentukan YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

Dalam perspektif Islam, profitabilitas tidak hanya dipahami sebagai kemampuan memperoleh laba, tetapi juga harus mencerminkan proses bisnis yang jujur, transparan, dan adil. Al-Qur'an menegaskan pentingnya integritas dalam transaksi melalui QS. Al-Muṭaffifin (83): 1–3:

وَيْلٌ لِّلْمُطَفِّفِينَ ﴿١﴾ الَّذِينَ إِذَا اكْتَالُوا عَلَى النَّاسِ يَسْتَوْفُونَ ﴿٢﴾ وَإِذَا كَالُوهُمْ أَوْ وَزَنُوهُمْ يُخْسِرُونَ ﴿٣﴾

"Celakalah bagi orang-orang yang curang, yaitu orang-orang yang apabila menerima takaran dari orang lain mereka minta dipenuhi, dan apabila mereka menakar atau menimbang untuk orang lain, mereka mengurangi." (Lajnah Pentashihan Mushaf Al-Qur'an, 2011).

Ayat tersebut menegaskan bahwa keuntungan yang diperoleh dalam aktivitas bisnis harus didasarkan pada kejujuran dan keadilan, bukan pada kecurangan atau praktik yang merugikan pihak lain. Dalam konteks penerbitan sukuk, profitabilitas yang berasal dari tata kelola yang baik, transparansi informasi, dan aktivitas usaha yang sesuai prinsip syariah dapat memperkuat kepercayaan investor terhadap emiten. Profitabilitas yang sehat dan diperoleh melalui proses bisnis yang berintegritas akan memperkuat reputasi perusahaan, menurunkan persepsi risiko, dan mendukung kewajaran imbal hasil yang ditawarkan kepada investor. Dengan demikian, ROA tidak hanya menggambarkan kapasitas laba secara finansial, tetapi juga dapat menjadi bagian dari sinyal kredibilitas emiten apabila didukung oleh tata kelola dan kepatuhan syariah yang baik. Secara operasional, *Return on Assets* dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Aset}}$$

ROA mengukur kemampuan aset perusahaan dalam menghasilkan laba setelah pajak, sehingga rasio ini digunakan sebagai indikator efisiensi penggunaan

sumber daya perusahaan. Dalam penelitian ini, nilai ROA diperoleh dari laporan keuangan tahunan emiten pada periode sebelum penerbitan sukuk, sehingga dapat mencerminkan kondisi profitabilitas yang telah tersedia bagi investor sebelum proses penentuan imbal hasil di pasar primer. Penggunaan data sebelum penerbitan penting untuk menjaga konsistensi hubungan sebab-akibat, karena investor menilai informasi keuangan historis emiten dalam menentukan tingkat imbal hasil yang disyaratkan. Dengan demikian, ROA digunakan sebagai proksi profitabilitas yang secara teoritis diperkirakan berpengaruh negatif terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

2.6. Likuiditas (*Current Ratio*/CR)

Likuiditas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dengan aset lancar yang dimiliki. Dalam penelitian ini, likuiditas diproksikan dengan *Current Ratio* (CR), yaitu rasio yang membandingkan aset lancar dengan kewajiban lancar perusahaan. CR digunakan karena dapat menggambarkan kapasitas perusahaan dalam menyediakan aset lancar untuk menutup kewajiban yang segera jatuh tempo (Suratmi & Rahmawati, 2020). Semakin tinggi nilai CR, semakin besar kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek tanpa harus mengganggu aktivitas operasional utama. Dalam konteks emiten sukuk korporasi, likuiditas menjadi indikator penting karena kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek dapat memengaruhi persepsi investor terhadap kelancaran pembayaran imbal hasil dan pokok sukuk.

Dalam kerangka *Signaling Theory*, CR dapat dipahami sebagai sinyal fundamental mengenai ketahanan keuangan jangka pendek emiten. CR yang tinggi memberikan sinyal positif bahwa perusahaan memiliki aset lancar yang relatif memadai untuk memenuhi kewajiban lancarnya. Sinyal ini penting bagi investor karena menunjukkan bahwa emiten memiliki fleksibilitas keuangan yang lebih baik dalam menghadapi kebutuhan pembayaran jangka pendek. Sebaliknya, CR yang rendah dapat ditafsirkan sebagai sinyal negatif karena menunjukkan adanya potensi tekanan likuiditas yang dapat mengganggu kelancaran pembayaran kewajiban. Oleh karena itu, informasi mengenai CR yang tercermin dalam laporan keuangan emiten menjadi salah satu indikator yang diperhatikan investor dalam menilai risiko sukuk pada saat penerbitan.

Dalam perspektif *Fixed Income Pricing Theory*, likuiditas emiten berhubungan dengan pembentukan *risk premium*, terutama melalui persepsi investor terhadap risiko pembayaran jangka pendek. Perusahaan dengan CR tinggi cenderung dipersepsikan memiliki *buffer* aset lancar yang lebih memadai, sehingga risiko keterlambatan pembayaran atau tekanan arus kas jangka pendek menjadi lebih rendah. Penurunan persepsi risiko tersebut membuat investor cenderung meminta premi risiko yang lebih kecil, sehingga *Yield to Maturity* pada saat penerbitan sukuk diperkirakan lebih rendah. Dengan demikian, secara teoritis CR memiliki hubungan negatif dengan YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan. Penelitian Riska & Nugroho, (2024) menunjukkan bahwa likuiditas yang diukur dengan *Current Ratio* berpengaruh negatif terhadap yield sukuk korporasi karena CR yang tinggi menurunkan persepsi risiko kredit. Sejalan

dengan itu, Syakdiyah & Putra (2021) menjelaskan bahwa likuiditas yang rendah dapat meningkatkan risiko likuiditas dan mendorong investor meminta imbal hasil yang lebih tinggi.

Dalam konteks sukuk, struktur berbasis akad dan *underlying asset* tetap memerlukan dukungan likuiditas emiten yang memadai. Meskipun sukuk memiliki karakteristik syariah, investor tetap menilai kemampuan perusahaan penerbit dalam menjaga kelancaran arus kas untuk memenuhi komitmen pembayaran imbal hasil dan pokok sukuk. CR yang sehat dapat memperkuat kepercayaan investor karena menunjukkan bahwa emiten memiliki kapasitas likuiditas jangka pendek yang lebih baik. Namun, interpretasi CR juga perlu dilakukan secara proporsional karena CR yang terlalu tinggi tidak selalu menunjukkan efisiensi keuangan, melainkan dapat mencerminkan aset lancar yang kurang produktif. Dengan demikian, CR digunakan dalam penelitian ini sebagai proksi likuiditas jangka pendek yang secara teoritis dapat menurunkan persepsi risiko investor dan menekan YTM sukuk pada saat penerbitan.

Dalam perspektif Islam, pengelolaan likuiditas perusahaan yang tecermin melalui *Current Ratio* (CR) yang sehat bukan sekadar indikator teknis akuntansi, melainkan perwujudan dari prinsip *amanah*, *iḥtiyāt* (kehati-hatian), dan kewajiban menegakkan *wafā' al-'uqūd* (pemenuhan akad). Al-Qur'an secara tegas memerintahkan umat Islam untuk memenuhi setiap komitmen keuangan yang telah disepakati, sebagaimana dinyatakan dalam QS. Al-Mā'idah (5): 1:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ

"Wahai orang-orang yang beriman, penuhilah janji-janji (akad-akad) itu..." (Al-Qur'an, 2011).

Menurut *Tafsir Al-Misbah*, perintah memenuhi akad dalam ayat ini mencakup segala bentuk ikatan perjanjian yang sah, termasuk komitmen finansial modern (Shihab, 2002). Dalam konteks emiten sukuk korporasi, menjaga CR pada tingkat yang aman merupakan bentuk *ikhtiar* manajerial yang terukur agar emiten senantiasa memiliki kapasitas kas untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya kepada investor sukuk tanpa penundaan.

Prinsip pemenuhan kewajiban tepat waktu ini diperkuat oleh sabda Rasulullah SAW yang diriwayatkan oleh Bukhari dan Muslim: *"Menunda-nunda (pembayaran kewajiban) bagi entitas yang mampu adalah sebuah kezaliman (maṭlul-ganiyyi zulmun)." Berdasarkan hadis tersebut, perusahaan yang sengaja mengabaikan pengelolaan likuiditasnya hingga memicu risiko gagal bayar jangka pendek dikategorikan telah melakukan tindakan *zulm* (ketidakadilan) yang mencederai ekosistem pasar modal syariah.*

Oleh karena itu, dalam kerangka integrasi teori, nilai CR yang tinggi berperan sebagai sinyal (*signaling*) bahwa emiten memiliki komitmen syariah yang kuat untuk menghindari kezaliman finansial. Hal ini sejalan dengan pandangan Bhuiyan et al. (2020) yang menegaskan bahwa mitigasi risiko likuiditas pada instrumen sukuk adalah instrumen krusial untuk menjaga stabilitas, keadilan, dan kepercayaan (*trust*) publik dalam keuangan syariah. Melalui kepastian likuiditas ini, persepsi risiko investor dapat ditekan, yang pada akhirnya

secara empiris berkorelasi negatif terhadap tingkat *Yield to Maturity* (YTM) sukuk pada saat penerbitan. Secara operasional, *Current Ratio* dirumuskan sebagai berikut:

$$CR = \frac{Aset Lancar}{Kewajiban Lancar}$$

CR mengukur sejauh mana aset lancar perusahaan dapat digunakan untuk menutup kewajiban lancar yang akan jatuh tempo dalam waktu dekat. Dalam penelitian ini, nilai CR diperoleh dari laporan keuangan tahunan emiten pada periode sebelum penerbitan sukuk, sehingga dapat mencerminkan kondisi likuiditas yang tersedia bagi investor sebelum proses penentuan imbal hasil di pasar primer. Penggunaan data sebelum penerbitan penting untuk menjaga konsistensi hubungan sebab-akibat, karena investor menilai informasi likuiditas yang telah tersedia sebelum menentukan tingkat imbal hasil yang disyaratkan. Dengan demikian, CR digunakan sebagai proksi likuiditas yang secara teoritis diperkirakan berpengaruh negatif terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

2.7. Inflasi

Inflasi merupakan kenaikan harga barang dan jasa secara umum dan berkelanjutan dalam suatu periode tertentu yang menyebabkan penurunan daya beli uang. Dalam konteks pasar keuangan, inflasi menjadi faktor makroekonomi penting karena memengaruhi nilai riil dari imbal hasil yang diterima investor. Semakin tinggi inflasi, semakin besar potensi penurunan daya beli dari arus kas masa depan yang diterima melalui instrumen pendapatan tetap, termasuk sukuk

korporasi. Oleh karena itu, investor cenderung meminta imbal hasil nominal yang lebih tinggi untuk menjaga tingkat pengembalian riil yang diharapkan. Dalam penelitian ini, inflasi diposisikan sebagai kondisi makroekonomi yang dapat memengaruhi pembentukan *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan.

Dalam kerangka *Fisher Effect*, inflasi berhubungan dengan tingkat imbal hasil nominal karena investor tidak hanya memperhatikan besaran imbal hasil yang tertulis, tetapi juga nilai riil dari imbal hasil tersebut setelah memperhitungkan kenaikan harga. Secara konseptual, ketika ekspektasi inflasi meningkat, *required nominal return* yang diminta investor juga cenderung meningkat agar nilai riil investasi tetap terjaga. Namun, karena konsep Fisher Effect telah dijelaskan pada bagian landasan teori, pembahasan inflasi dalam subbab ini lebih diarahkan pada perannya sebagai variabel penelitian yang memoderasi hubungan antara fundamental emiten dan YTM sukuk korporasi. Dengan demikian, inflasi tidak hanya dipahami sebagai faktor makro yang menaikkan imbal hasil nominal, tetapi juga sebagai kondisi eksternal yang mengubah sensitivitas investor terhadap sinyal keuangan emiten.

Sebagai variabel moderasi, inflasi dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel fundamental emiten, yaitu leverage, profitabilitas, dan likuiditas, terhadap YTM pada saat penerbitan sukuk. Ketika inflasi meningkat, investor cenderung lebih berhati-hati dalam menilai risiko emiten karena tekanan harga dapat memengaruhi biaya operasional, kebutuhan modal kerja, biaya pendanaan, dan stabilitas arus kas perusahaan. Dalam kondisi tersebut, leverage

yang tinggi dapat dipersepsikan semakin berisiko karena emiten harus menanggung beban kewajiban yang lebih besar di tengah kenaikan biaya dan ketidakpastian ekonomi. Oleh karena itu, inflasi diperkirakan memperkuat pengaruh positif leverage terhadap YTM, karena investor akan meminta kompensasi risiko yang lebih tinggi terhadap emiten dengan struktur kewajiban yang besar.

Inflasi juga dapat mengubah efektivitas sinyal positif dari profitabilitas dan likuiditas. Profitabilitas yang tinggi pada dasarnya menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba, sedangkan likuiditas yang kuat menunjukkan kapasitas perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek. Namun, dalam kondisi inflasi tinggi, sinyal positif tersebut dapat menjadi kurang efektif dalam menurunkan YTM karena investor tetap menghadapi risiko penurunan daya beli dan ketidakpastian arus kas masa depan. Kenaikan harga dapat menekan margin laba, meningkatkan kebutuhan modal kerja, dan memperbesar ketidakpastian biaya operasional. Dengan demikian, inflasi diperkirakan memperlemah pengaruh negatif profitabilitas dan likuiditas terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

Dalam perspektif Islam, inflasi finansial erat kaitannya dengan fenomena ketidakpastian (*al-khuṭūr*) dan penurunan daya beli riil masyarakat akibat kenaikan harga secara umum (*ghalā' al-as'ār*). Islam sangat menekankan pentingnya manajemen risiko, mitigasi dampak krisis, dan perencanaan strategis untuk menjaga stabilitas ekonomi. Landasan teologis mengenai pentingnya

antisipasi terhadap fluktuasi dan tekanan ekonomi makro ini diilustrasikan secara komprehensif melalui kisah Nabi Yusuf a.s. dalam QS. Yūsuf (12): 47:

قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأْبًا فَمَا حَصَدْتُمْ فَذَرُوهُ فِي سُنْبُلِهِ إِلَّا قَلِيلًا
مِمَّا تَأْكُلُونَ

"Dia (Yusuf) berkata, 'Agar kamu bercocok tanam tujuh tahun berturut-turut sebagaimana biasa; kemudian apa yang kamu tuai hendaklah kamu biarkan di tangkainya, kecuali sedikit untuk kamu makan'." (Al-Qur'an, 2011).

Dalam *Tafsir Ibnu Katsir*, ayat ini ditafsirkan sebagai bentuk panduan syariat untuk melakukan efisiensi, penyimpanan cadangan logistik, dan pengelolaan surplus pada masa jaya demi mengantisipasi masa paceklik yang penuh dengan kelangkaan (Mubarak, 2007). Konseptualisasi teologis ini sejalan dengan teori ekonomi makro modern modern, di mana kelangkaan pasokan (*supply shock*) pada masa sulit akan memicu lonjakan harga (*cost-push inflation*).

Dalam konteks penerbitan sukuk korporasi, prinsip antisipasi risiko dalam kisah Nabi Yusuf a.s. ini memberikan dua implikasi teoretis yang kuat. Pertama, bagi emiten penerbit sukuk, tingginya laju inflasi merupakan bentuk "masa sulit" yang dapat menggerus profitabilitas perusahaan. Oleh karena itu, emiten dituntut untuk memiliki perencanaan keuangan yang prudent melalui penyediaan *buffer* likuiditas dan struktur modal yang kokoh agar mampu meredam guncangan biaya operasional akibat inflasi. Kedua, bagi investor, inflasi menciptakan risiko daya beli (*purchasing power risk*) karena nilai riil dari imbal hasil tetap (*fixed income*) yang mereka terima dari sukuk akan menyusut. Implikasi dari risiko makroekonomi ini mendorong investor bersikap hati-hati (*iḥtiyāt*) dengan cara

meminta premi risiko yang lebih tinggi, yang secara empiris tecorak pada meningkatnya tingkat *Yield to Maturity* (YTM) sukuk yang disyaratkan pada saat penerbitan.

Secara operasional, inflasi dalam penelitian ini diukur menggunakan tingkat inflasi berdasarkan Indeks Harga Konsumen (IHK) yang dipublikasikan oleh otoritas resmi, seperti Badan Pusat Statistik (BPS) atau Bank Indonesia. Penggunaan inflasi berbasis IHK dipilih karena indikator ini mencerminkan perubahan harga barang dan jasa secara umum yang memengaruhi daya beli masyarakat serta ekspektasi imbal hasil investor. Nilai inflasi disesuaikan dengan periode penerbitan sukuk agar selaras dengan waktu pembentukan *issue yield* atau YTM pada pasar primer. Apabila data tersedia secara bulanan, inflasi yang digunakan sebaiknya adalah inflasi pada bulan penerbitan sukuk. Namun, apabila penelitian menggunakan agregasi tahunan, inflasi dapat diukur menggunakan rata-rata inflasi tahunan atau inflasi tahunan pada tahun penerbitan sesuai dengan konsistensi desain data. Dengan demikian, inflasi digunakan sebagai variabel moderasi yang menguji apakah kondisi makroekonomi mengubah pengaruh leverage, profitabilitas, dan likuiditas terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

2.8. Kontrol Variabel Penelitian

Selain variabel utama, penelitian ini menggunakan variabel kontrol untuk mengurangi potensi bias dalam menguji pengaruh leverage, profitabilitas, likuiditas, dan inflasi terhadap *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan. Variabel kontrol diperlukan karena YTM tidak hanya dipengaruhi oleh

kondisi fundamental emiten dan faktor makroekonomi, tetapi juga oleh karakteristik instrumen dan karakteristik penerbitan sukuk. Dalam konteks *Fixed Income Pricing Theory*, faktor seperti tenor, ukuran emisi, ukuran perusahaan, dan peringkat sukuk dapat memengaruhi persepsi risiko investor serta tingkat imbal hasil yang diminta. Oleh karena itu, pengendalian variabel-variabel tersebut penting agar hubungan antara variabel independen utama dan YTM dapat diestimasi secara lebih tepat. Penggunaan variabel kontrol ini juga sejalan dengan Ayturk et al., (2017), yang menunjukkan bahwa peringkat kredit, maturitas, dan ukuran penerbitan merupakan faktor penting dalam menjelaskan variasi *issue spread* sukuk korporasi di pasar primer. Dengan demikian, keberadaan variabel kontrol membantu model penelitian menangkap pengaruh fundamental emiten secara lebih bersih dari pengaruh karakteristik instrumen lainnya.

Variabel kontrol pertama adalah tenor, yaitu jangka waktu sejak sukuk diterbitkan sampai dengan tanggal jatuh tempo. Tenor perlu dikontrol karena semakin panjang jangka waktu sukuk, semakin besar ketidakpastian yang dihadapi investor terkait arus kas, kondisi pasar, perubahan makroekonomi, dan risiko emiten pada masa mendatang. Dalam instrumen pendapatan tetap, perbedaan tenor dapat menyebabkan perbedaan imbal hasil karena investor umumnya meminta kompensasi lebih besar atas risiko waktu yang lebih panjang. Dengan demikian, tenor berkaitan erat dengan *maturity premium* dalam struktur *required yield*. Semakin panjang tenor, semakin besar kemungkinan investor menuntut YTM yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas ketidakpastian jangka panjang. Oleh karena itu, pengendalian tenor diperlukan agar pengaruh variabel

fundamental terhadap YTM tidak tercampur dengan perbedaan risiko jatuh tempo antarseri sukuk.

Variabel kontrol kedua adalah ukuran emisi atau *LnIssueSize*, yaitu nilai nominal penerbitan sukuk yang ditransformasikan ke dalam logaritma natural. Ukuran emisi perlu dikontrol karena nilai emisi dapat berkaitan dengan skala penerbitan, daya serap pasar, dan persepsi likuiditas instrumen. Sukuk dengan nilai emisi yang lebih besar dapat dipersepsikan memiliki basis investor yang lebih luas dan potensi likuiditas yang lebih baik, tetapi pada saat yang sama juga membutuhkan kapasitas penyerapan pasar yang lebih besar. Oleh karena itu, arah pengaruh ukuran emisi terhadap YTM dapat bersifat kontekstual, tergantung pada kondisi pasar, reputasi emiten, dan karakteristik instrumen yang diterbitkan. Almaskati, (2022) juga menggunakan karakteristik seperti rating, maturitas, ukuran penerbitan, dan karakteristik instrumen lainnya dalam menganalisis perbedaan *pricing* sukuk dan obligasi di pasar primer. Dengan demikian, *LnIssueSize* digunakan sebagai kontrol agar variasi YTM akibat skala penerbitan tidak mengganggu estimasi pengaruh variabel utama.

Variabel kontrol ketiga adalah ukuran perusahaan atau *LnTotalAsset*, yaitu total aset emiten yang ditransformasikan ke dalam logaritma natural. Ukuran perusahaan perlu dikontrol karena emiten dengan aset yang lebih besar umumnya dipersepsikan memiliki kapasitas keuangan, reputasi, diversifikasi usaha, dan akses pendanaan yang lebih baik dibandingkan perusahaan berukuran kecil. Dalam kerangka *Signaling Theory*, ukuran perusahaan dapat dipahami sebagai sinyal kapasitas dan kredibilitas emiten di mata investor. Perusahaan yang lebih

besar cenderung dinilai memiliki kemampuan lebih baik dalam menghadapi tekanan keuangan dan memenuhi kewajiban pembayaran imbal hasil maupun pokok sukuk. Oleh karena itu, ukuran perusahaan berpotensi menurunkan persepsi risiko investor dan berkaitan dengan YTM yang lebih rendah pada saat penerbitan. Pengendalian *LnTotalAsset* menjadi penting agar pengaruh DER, ROA, dan CR terhadap YTM tidak bias akibat perbedaan skala emiten.

Variabel kontrol keempat adalah peringkat sukuk atau *Rating Score*, yaitu penilaian kualitas kredit instrumen sukuk yang diberikan oleh lembaga pemeringkat. Rating perlu dikontrol karena peringkat sukuk merupakan sinyal penting mengenai risiko kredit instrumen dan kemampuan emiten dalam memenuhi kewajiban pembayaran. Dalam kerangka *Signaling Theory*, rating berfungsi sebagai sinyal eksternal yang membantu investor menilai kualitas kredit emiten dan instrumen secara lebih ringkas. Sementara itu, dalam *Fixed Income Pricing Theory*, rating berkaitan erat dengan *credit risk premium* karena semakin baik rating, semakin rendah risiko gagal bayar yang dipersepsikan investor. Sukuk dengan peringkat yang lebih tinggi umumnya dipersepsikan memiliki risiko kredit yang lebih rendah, sehingga investor cenderung meminta premi risiko yang lebih kecil. Dengan demikian, apabila skor rating disusun dengan logika “skor lebih tinggi menunjukkan rating lebih baik”, maka rating diperkirakan memiliki hubungan negatif dengan YTM.

Dengan memasukkan tenor, ukuran emisi, ukuran perusahaan, dan rating sukuk sebagai variabel kontrol, penelitian ini berupaya memisahkan pengaruh leverage, profitabilitas, likuiditas, dan inflasi dari pengaruh karakteristik lain yang

juga dapat memengaruhi YTM. Tenor dan ukuran emisi mewakili karakteristik penerbitan sukuk, sedangkan ukuran perusahaan dan rating sukuk mewakili karakteristik emiten serta persepsi kualitas kredit instrumen. Variabel-variabel tersebut tidak menjadi fokus utama penelitian, tetapi digunakan untuk meningkatkan ketepatan estimasi dan mengurangi kemungkinan bias dalam model. Dengan pengendalian tersebut, pengaruh fundamental emiten terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan dapat diuji secara lebih terkendali. Saeed et al. (2021) juga menunjukkan bahwa spread imbal hasil sukuk dan obligasi dipengaruhi oleh kombinasi faktor spesifik perusahaan, karakteristik instrumen, dan kondisi makroekonomi, sehingga penggunaan variabel kontrol dalam model imbal hasil menjadi relevan secara empiris. Posisi variabel kontrol ini mendukung kerangka konseptual penelitian yang menempatkan YTM sebagai variabel dependen, leverage, profitabilitas, dan likuiditas sebagai variabel independen, serta inflasi sebagai variabel moderasi.

2.9. Hipotesis

Hipotesis merupakan dugaan sementara yang dirumuskan berdasarkan landasan teori dan hasil penelitian terdahulu, serta digunakan untuk menjelaskan hubungan antara dua atau lebih variabel yang dapat diuji secara empiris. Dalam penelitian ini, hipotesis disusun untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, yaitu yield to maturity pada sukuk korporasi. Variabel independen yang digunakan mencerminkan faktor-faktor yang diduga dapat memengaruhi tingkat imbal hasil yang diminta investor atas sukuk korporasi. Dengan demikian, perumusan hipotesis bertujuan untuk mengetahui arah dan

signifikansi pengaruh masing-masing variabel terhadap yield to maturity. Berikut pembahasan terperinci mengenai rumusan hipotesis dalam penelitian ini:

2.9.1. Pengaruh Leverage terhadap *Yield to Maturity* pada Sukuk Korporasi

Leverage merupakan rasio yang menggambarkan sejauh mana perusahaan menggunakan pembiayaan berbasis kewajiban dalam struktur modalnya. Dalam penelitian ini, leverage diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) karena DER menunjukkan perbandingan antara total kewajiban dan total ekuitas perusahaan. Semakin tinggi DER, semakin besar ketergantungan emiten terhadap sumber pendanaan berbasis kewajiban, sehingga semakin besar pula beban finansial yang harus dipenuhi perusahaan pada masa mendatang. Dalam konteks emiten sukuk korporasi, kondisi tersebut menjadi penting karena kemampuan emiten dalam memenuhi kewajiban pembayaran imbal hasil dan nilai pokok sukuk sangat berkaitan dengan kapasitas keuangan serta stabilitas arus kas perusahaan.

Dalam kerangka *Signaling Theory*, DER dapat dipahami sebagai sinyal fundamental yang digunakan investor untuk menilai profil risiko keuangan emiten. DER yang tinggi cenderung dipersepsikan sebagai sinyal negatif karena menunjukkan bahwa perusahaan memiliki proporsi kewajiban yang lebih besar dibandingkan modal sendiri. Kondisi tersebut dapat meningkatkan kekhawatiran investor terhadap kemampuan emiten dalam memenuhi kewajiban keuangan, terutama apabila peningkatan kewajiban tidak diimbangi dengan kemampuan menghasilkan arus kas yang memadai. Oleh karena itu, leverage yang tinggi dapat

memperbesar persepsi risiko gagal bayar atau financial distress, sehingga investor menilai emiten sebagai pihak yang memiliki risiko kredit lebih tinggi.

Implikasi dari sinyal negatif tersebut selanjutnya dapat dijelaskan melalui *Fixed Income Pricing Theory*. Dalam perspektif teori ini, peningkatan risiko kredit emiten akan tercermin dalam peningkatan premi risiko (*risk premium*) yang diminta investor. *Yield to Maturity* (YTM) pada instrumen pendapatan tetap, termasuk sukuk korporasi, dapat dipahami sebagai tingkat imbal hasil yang disyaratkan investor sebagai kompensasi atas nilai waktu uang dan risiko yang melekat pada instrumen. Secara konseptual, YTM mencerminkan kombinasi antara tingkat imbal hasil bebas risiko dan premi risiko. Ketika DER meningkat, investor akan menilai bahwa risiko kredit emiten juga meningkat, sehingga investor cenderung meminta kompensasi berupa imbal hasil yang lebih tinggi. Dengan demikian, semakin tinggi DER, semakin tinggi pula YTM sukuk korporasi yang terbentuk pada saat penerbitan.

Dalam konteks sukuk korporasi, struktur berbasis akad dan keberadaan underlying asset tidak menghilangkan risiko ekonomi emiten sepenuhnya. Investor tetap memperhatikan kapasitas keuangan perusahaan penerbit karena kelancaran pembayaran imbal hasil dan pokok sukuk tetap bergantung pada kemampuan emiten dalam mengelola kewajiban dan arus kas. Oleh karena itu, DER menjadi salah satu indikator penting dalam menilai kualitas kredit emiten pada saat sukuk ditawarkan di pasar primer. DER yang lebih tinggi berpotensi meningkatkan premi risiko karena investor menilai bahwa emiten memiliki beban kewajiban yang lebih besar dan risiko tekanan keuangan yang lebih tinggi.

Dukungan empiris terhadap hubungan positif antara leverage dan imbal hasil sukuk ditemukan dalam penelitian Ogie & Laila, (2020) pada konteks sukuk ijarah korporasi, yang menunjukkan bahwa DER berpengaruh positif signifikan terhadap imbal hasil sukuk. Temuan tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat leverage emiten, semakin besar imbal hasil yang diminta investor sebagai kompensasi atas peningkatan risiko keuangan perusahaan. Sejalan dengan itu, penelitian Setiyani & Baihaqi, (2019) juga menemukan bahwa solvabilitas yang diproksikan dengan DER berpengaruh positif signifikan terhadap imbal hasil sukuk. Hasil tersebut memperkuat argumentasi bahwa DER dapat mencerminkan risiko keuangan emiten yang kemudian direspons investor melalui peningkatan imbal hasil. Dalam konteks instrumen pendapatan tetap yang lebih luas, Bonowati & Sihombing, (2023) juga menunjukkan bahwa leverage berperan dalam menjelaskan Yield to Maturity obligasi korporasi, sehingga relevan digunakan sebagai pendukung bahwa leverage merupakan faktor penting dalam pembentukan imbal hasil instrumen pendapatan tetap.

Berdasarkan landasan teoretis dan temuan empiris tersebut, leverage diperkirakan memiliki pengaruh positif terhadap Yield to Maturity sukuk korporasi pada saat penerbitan. Emiten dengan DER yang lebih tinggi dipersepsikan memiliki risiko keuangan yang lebih besar, sehingga investor akan menuntut premi risiko yang lebih tinggi. Peningkatan premi risiko tersebut pada akhirnya tercermin dalam YTM yang lebih tinggi pada saat sukuk diterbitkan. Oleh karena itu, hipotesis yang diajukan adalah:

H1: *Leverage* berpengaruh positif terhadap *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan.

2.9.2. Pengaruh Profitabilitas terhadap *Yield to Maturity* pada Sukuk Korporasi

Profitabilitas merupakan indikator yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dimilikinya. Dalam penelitian ini, profitabilitas diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA) karena ROA menunjukkan efektivitas perusahaan dalam mengelola aset untuk menghasilkan laba. Semakin tinggi ROA, semakin baik kemampuan perusahaan dalam mengonversi aset menjadi laba, sehingga semakin kuat pula kapasitas keuangan emiten dalam mendukung pembayaran imbal hasil maupun nilai pokok sukuk. Dengan demikian, profitabilitas menjadi salah satu indikator fundamental yang diperhatikan investor dalam menilai kualitas keuangan dan risiko emiten sukuk korporasi.

Dalam kerangka *Signaling Theory*, ROA dapat dipahami sebagai sinyal positif yang menunjukkan kualitas kinerja keuangan emiten. ROA yang tinggi memberikan informasi kepada investor bahwa perusahaan memiliki kemampuan menghasilkan laba yang baik, efisiensi pengelolaan aset yang lebih kuat, serta kapasitas yang lebih memadai dalam menjaga stabilitas arus kas. Kondisi tersebut dapat menurunkan kekhawatiran investor terhadap risiko gagal bayar karena emiten dipersepsikan memiliki kemampuan laba dan arus kas yang lebih kuat untuk memenuhi kewajiban pembayaran sukuk. Oleh karena itu, profitabilitas

yang tinggi dapat memperkuat kepercayaan investor dan menurunkan persepsi risiko kredit terhadap emiten.

Selanjutnya, dalam perspektif *Fixed Income Pricing Theory*, penurunan persepsi risiko kredit akan tercermin dalam penurunan premi risiko (*risk premium*) yang diminta investor. *Yield to Maturity* (YTM) pada instrumen pendapatan tetap, termasuk sukuk korporasi, mencerminkan tingkat imbal hasil yang disyaratkan investor sebagai kompensasi atas nilai waktu uang dan risiko yang melekat pada instrumen. Secara konseptual, YTM mencerminkan gabungan antara tingkat imbal hasil bebas risiko dan premi risiko. Ketika ROA meningkat, investor menilai bahwa emiten memiliki kapasitas keuangan yang lebih aman, sehingga risiko kredit yang dipersepsikan menjadi lebih rendah. Penurunan risiko tersebut membuat investor tidak perlu menuntut kompensasi risiko yang terlalu besar, sehingga YTM sukuk korporasi yang terbentuk pada saat penerbitan cenderung menurun.

Dalam konteks sukuk korporasi, struktur berbasis akad dan keberadaan *underlying asset* tidak menghilangkan pentingnya profitabilitas emiten. Investor tetap memperhatikan kinerja keuangan perusahaan penerbit karena kelancaran pembayaran imbal hasil dan nilai pokok sukuk tetap berkaitan erat dengan kemampuan emiten dalam menghasilkan laba dan mempertahankan arus kas. Emiten dengan profitabilitas yang baik cenderung dipersepsikan memiliki kualitas kredit yang lebih kuat, risiko gagal bayar yang lebih rendah, dan kapasitas keuangan yang lebih stabil. Oleh karena itu, ROA menjadi salah satu sinyal

fundamental yang relevan dalam menjelaskan pembentukan YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

Dukungan empiris terhadap hubungan negatif antara profitabilitas dan imbal hasil sukuk ditemukan dalam penelitian Syakdiyah & Putra, (2021), yang menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap imbal hasil sukuk. Temuan tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan, semakin rendah imbal hasil sukuk yang diminta investor karena profitabilitas yang baik dipersepsikan sebagai sinyal kemampuan membayar yang lebih kuat. Hasil tersebut sejalan dengan argumentasi bahwa profitabilitas dapat menurunkan persepsi risiko kredit emiten dan pada akhirnya menekan tingkat imbal hasil yang diminta investor di pasar modal.

Berdasarkan landasan teoretis dan temuan empiris tersebut, profitabilitas diperkirakan memiliki pengaruh negatif terhadap *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan. Emiten dengan ROA yang lebih tinggi dipersepsikan memiliki kinerja keuangan yang lebih baik, kemampuan menghasilkan laba yang lebih kuat, dan risiko kredit yang lebih rendah. Kondisi tersebut menurunkan premi risiko yang diminta investor, sehingga investor bersedia menerima tingkat YTM yang lebih rendah pada saat sukuk diterbitkan. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah:

H2: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan.

2.9.3. Pengaruh Likuiditas terhadap *Yield to Maturity* pada Sukuk Korporasi

Likuiditas merupakan indikator yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek menggunakan aset lancar yang dimiliki. Dalam penelitian ini, likuiditas diproksikan dengan *Current Ratio* (CR) karena rasio ini menunjukkan perbandingan antara aset lancar dan kewajiban lancar perusahaan. Semakin tinggi *Current Ratio*, semakin besar kemampuan emiten dalam menyediakan aset lancar untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Kondisi likuiditas yang baik menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kapasitas keuangan yang lebih kuat dalam menjaga kelancaran pembayaran kewajiban jangka pendek tanpa harus mengganggu aktivitas operasional utama. Oleh karena itu, likuiditas dapat dipahami sebagai salah satu indikator fundamental yang mencerminkan ketahanan keuangan jangka pendek emiten.

Dalam kerangka *Signaling Theory*, *Current Ratio* dapat dipahami sebagai sinyal fundamental mengenai kemampuan emiten dalam menjaga stabilitas likuiditas dan mengelola tekanan keuangan jangka pendek. CR yang tinggi memberikan sinyal positif kepada investor bahwa perusahaan memiliki aset lancar yang relatif memadai untuk memenuhi kewajiban lancarnya. Kondisi tersebut dapat menurunkan kekhawatiran investor terhadap risiko keterlambatan pembayaran atau gangguan arus kas jangka pendek. Sebaliknya, CR yang rendah dapat dipersepsikan sebagai sinyal negatif karena menunjukkan bahwa emiten memiliki ruang likuiditas yang terbatas dalam menghadapi kewajiban yang segera

jatuh tempo. Dengan demikian, likuiditas menjadi salah satu sinyal penting yang digunakan investor untuk menilai risiko keuangan emiten sukuk korporasi.

Selanjutnya, dalam perspektif *Fixed Income Pricing Theory*, likuiditas emiten berkaitan erat dengan pembentukan premi risiko (*risk premium*) yang diminta investor. *Yield to Maturity* (YTM) pada instrumen pendapatan tetap, termasuk sukuk korporasi, mencerminkan tingkat imbal hasil yang disyaratkan investor sebagai kompensasi atas nilai waktu uang dan risiko yang melekat pada instrumen. Secara konseptual, YTM dapat dipahami sebagai gabungan antara tingkat imbal hasil bebas risiko dan premi risiko. Ketika likuiditas emiten meningkat, risiko tekanan arus kas jangka pendek dan risiko keterlambatan pembayaran cenderung menurun. Penurunan risiko tersebut membuat investor memandang emiten lebih mampu memenuhi kewajibannya, sehingga premi risiko yang diminta investor menjadi lebih rendah. Dengan demikian, semakin tinggi *Current Ratio*, semakin rendah pula YTM sukuk korporasi yang terbentuk pada saat penerbitan.

Dalam konteks sukuk korporasi, struktur berbasis akad dan keberadaan *underlying asset* tidak menghilangkan pentingnya kemampuan likuiditas emiten. Investor tetap memperhatikan kapasitas perusahaan penerbit dalam menjaga kelancaran arus kas karena pembayaran imbal hasil dan nilai pokok sukuk tetap berkaitan dengan kemampuan emiten dalam memenuhi komitmen keuangannya. CR yang sehat dapat memperkuat kepercayaan investor karena menunjukkan bahwa emiten memiliki *buffer* aset lancar yang memadai untuk menghadapi kewajiban jangka pendek. Namun, interpretasi CR tetap perlu dilakukan secara

proporsional karena CR yang terlalu tinggi tidak selalu menunjukkan efisiensi keuangan, melainkan dapat mencerminkan aset lancar yang kurang produktif. Oleh karena itu, dalam penelitian ini CR digunakan sebagai proksi likuiditas yang relevan dalam menjelaskan persepsi risiko investor terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

Dukungan empiris terhadap hubungan negatif antara likuiditas dan imbal hasil sukuk ditemukan dalam penelitian Putri et al., (2024), yang menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap imbal hasil sukuk pada perusahaan penerbit di Bursa Efek Indonesia. Penelitian tersebut menegaskan bahwa tingginya likuiditas direspons investor sebagai indikasi risiko yang lebih rendah, sehingga menekan tingkat imbal hasil yang diminta. Selain itu, penelitian Nurohman et al., (2020) menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap rating sukuk. Temuan tersebut memperkuat argumentasi bahwa likuiditas merupakan indikator penting dalam penilaian risiko sukuk, karena peningkatan rating sukuk mencerminkan kualitas kredit yang lebih baik dan risiko gagal bayar yang lebih rendah, sehingga berimplikasi pada penurunan imbal hasil yang diminta investor.

Berdasarkan landasan teoretis dan dukungan empiris tersebut, likuiditas diperkirakan memiliki pengaruh negatif terhadap *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan. Emiten dengan *Current Ratio* yang lebih tinggi dipersepsikan memiliki kemampuan yang lebih baik dalam memenuhi kewajiban jangka pendek, sehingga risiko tekanan likuiditas dan risiko kredit yang dipersepsikan investor menjadi lebih rendah. Kondisi tersebut menurunkan premi

risiko yang diminta investor, sehingga investor bersedia menerima tingkat YTM yang lebih rendah pada saat sukuk diterbitkan. Oleh karena itu, hipotesis yang diajukan adalah:

H3: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan.

2.9.4. Pengaruh Moderasi Inflasi terhadap Hubungan Leverage dan *Yield to Maturity* pada Sukuk Korporasi

Inflasi merupakan indikator makroekonomi yang mencerminkan kenaikan harga barang dan jasa secara umum dan berkelanjutan dalam suatu periode tertentu. Kenaikan inflasi dapat menurunkan daya beli uang serta mengurangi nilai riil arus kas yang diterima investor pada masa mendatang. Dalam konteks instrumen pendapatan tetap, termasuk sukuk korporasi, investor tidak hanya mempertimbangkan besaran imbal hasil nominal, melainkan juga memperhatikan kemampuan imbal hasil tersebut dalam mempertahankan tingkat pengembalian riil. Ketika inflasi meningkat, nilai riil pembayaran imbal hasil dan nilai pokok sukuk berpotensi menurun. Kondisi tersebut mendorong investor untuk meminta kompensasi tambahan dalam bentuk imbal hasil nominal yang lebih tinggi. Oleh karena itu, inflasi menjadi faktor makroekonomi penting yang dapat memengaruhi tingkat imbal hasil yang diminta investor pada saat penerbitan sukuk korporasi.

Dalam kerangka *Fisher Effect*, kenaikan inflasi mendorong peningkatan tingkat imbal hasil nominal yang disyaratkan investor karena investor berupaya

menjaga tingkat pengembalian riil dari risiko penurunan daya beli. Artinya, semakin tinggi inflasi, semakin besar kecenderungan investor untuk menuntut premi inflasi dalam struktur imbal hasil sukuk. Sementara itu, dalam perspektif *Fixed Income Pricing Theory*, *Yield to Maturity* (YTM) dapat dipahami sebagai tingkat imbal hasil yang mencerminkan kombinasi antara tingkat bebas risiko dan premi risiko (*risk premium*) yang melekat pada instrumen. Premi risiko tersebut mencakup kompensasi atas risiko kredit, risiko likuiditas, risiko jatuh tempo, dan risiko makroekonomi. Dengan demikian, inflasi tidak hanya meningkatkan tingkat imbal hasil nominal yang disyaratkan secara langsung, melainkan juga dapat memengaruhi cara investor menilai risiko fundamental emiten.

Leverage yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) menunjukkan sejauh mana perusahaan menggunakan pembiayaan berbasis kewajiban dalam struktur modalnya. Dalam kerangka *Signaling Theory*, DER yang tinggi dapat dipersepsikan sebagai sinyal negatif karena menunjukkan bahwa emiten memiliki beban kewajiban yang lebih besar. Semakin tinggi DER, semakin besar pula tekanan finansial yang harus dikelola perusahaan, terutama dalam memenuhi kewajiban pembayaran imbal hasil dan pokok sukuk. Investor dapat memandang kondisi tersebut sebagai peningkatan risiko kredit karena perusahaan dengan *leverage* yang tinggi lebih rentan terhadap tekanan arus kas dan potensi *financial distress*. Oleh karena itu, peningkatan DER cenderung mendorong investor untuk meminta premi risiko yang lebih tinggi, sehingga YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan berpotensi meningkat.

Peran inflasi dalam hubungan antara *leverage* dan YTM dapat dijelaskan melalui mekanisme peningkatan sensitivitas investor terhadap risiko kredit emiten. Pada kondisi inflasi yang tinggi, investor menghadapi dua sumber risiko secara simultan, yaitu risiko penurunan nilai riil arus kas akibat inflasi dan risiko kredit dari emiten yang memiliki *leverage* tinggi. Inflasi juga dapat meningkatkan biaya operasional, kebutuhan modal kerja, dan biaya pendanaan perusahaan. Dalam kondisi tersebut, emiten dengan DER tinggi menjadi lebih rentan karena beban kewajiban yang besar harus dipenuhi di tengah tekanan biaya dan ketidakpastian kondisi ekonomi makro. Akibatnya, sinyal negatif dari tingginya tingkat *leverage* emiten akan direspons secara lebih sensitif oleh investor melalui peningkatan premi risiko yang signifikan.

Dengan demikian, inflasi diperkirakan memperkuat pengaruh positif *leverage* terhadap YTM sukuk korporasi. Ketika inflasi rendah, investor tetap memperhatikan *leverage* sebagai indikator risiko kredit, tetapi tekanan makroekonomi terhadap arus kas dan biaya pendanaan relatif lebih terbatas. Sebaliknya, ketika inflasi tinggi, risiko yang berasal dari *leverage* menjadi lebih besar karena perusahaan harus menanggung beban kewajiban yang tinggi di tengah peningkatan biaya operasional, kebutuhan modal kerja, dan ketidakpastian nilai riil arus kas. Oleh karena itu, kenaikan DER pada kondisi inflasi yang tinggi diperkirakan akan direspons investor dengan tuntutan YTM yang lebih besar dibandingkan pada kondisi inflasi yang rendah.

Dukungan empiris terhadap hubungan positif *leverage* dan imbal hasil sukuk ditemukan oleh Ogie & Laila, (2020), yang menunjukkan bahwa DER

berpengaruh positif signifikan terhadap imbal hasil sukuk ijarah korporasi. Temuan senada juga dikemukakan oleh Setiyani & Baihaqi, (2019), yang menemukan bahwa solvabilitas atau DER berpengaruh positif signifikan terhadap imbal hasil sukuk. Sementara itu, penelitian Tambunan, (2025) menunjukkan bahwa inflasi terbukti valid digunakan sebagai variabel moderasi dalam model pembentukan YTM pada instrumen pendapatan tetap. Dengan demikian, secara empiris *leverage* relevan dalam menjelaskan pembentukan imbal hasil sukuk, sedangkan inflasi merupakan faktor makroekonomi yang dapat mengubah kekuatan hubungan antara risiko fundamental emiten dan YTM.

Berdasarkan landasan teoretis dan dukungan empiris tersebut, inflasi diperkirakan memperkuat pengaruh positif *leverage* terhadap *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan. Ketika inflasi meningkat, investor akan semakin sensitif terhadap risiko keuangan emiten yang memiliki DER tinggi karena *leverage* yang besar dapat meningkatkan kerentanan perusahaan dalam menghadapi tekanan biaya, kebutuhan modal kerja, biaya pendanaan, dan gangguan arus kas. Oleh karena itu, peningkatan *leverage* pada kondisi inflasi yang lebih tinggi diperkirakan akan direspons dengan peningkatan YTM yang lebih besar. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah:

H4: Inflasi memperkuat pengaruh positif leverage terhadap Yield to Maturity sukuk korporasi pada saat penerbitan.

2.9.5. Pengaruh Moderasi Inflasi terhadap Hubungan Profitabilitas dan *Yield to Maturity* pada Sukuk Korporasi

Profitabilitas merupakan indikator yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dimilikinya. Dalam penelitian ini, profitabilitas diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA) karena ROA menunjukkan efektivitas perusahaan dalam mengelola aset untuk menghasilkan laba. Semakin tinggi ROA, semakin baik kemampuan emiten dalam mengonversi aset menjadi laba, sehingga semakin kuat pula kapasitas keuangan perusahaan dalam mendukung pembayaran imbal hasil maupun nilai pokok sukuk. Dalam perspektif investor, profitabilitas yang tinggi dapat menjadi sinyal bahwa emiten memiliki kinerja keuangan yang sehat, kemampuan menghasilkan arus kas yang lebih baik, dan risiko gagal bayar yang lebih rendah. Oleh karena itu, peningkatan profitabilitas diperkirakan dapat menurunkan persepsi risiko kredit emiten dan menekan *Yield to Maturity* (YTM) yang diminta investor pada saat penerbitan sukuk.

Dalam kerangka *Signaling Theory*, ROA dapat dipahami sebagai sinyal positif yang menunjukkan kualitas kinerja keuangan emiten. ROA yang tinggi memberikan informasi kepada investor bahwa perusahaan memiliki kemampuan laba yang lebih kuat dan efisiensi pengelolaan aset yang lebih baik. Sinyal tersebut dapat meningkatkan kepercayaan investor karena emiten dipersepsikan memiliki kapasitas yang lebih mampu untuk memenuhi kewajiban pembayaran sukuk secara berkelanjutan. Dengan demikian, profitabilitas yang tinggi

seharusnya menurunkan persepsi risiko kredit, sehingga investor cenderung menuntut premi risiko (*risk premium*) yang lebih rendah.

Selanjutnya, berdasarkan *Fixed Income Pricing Theory*, YTM pada instrumen pendapatan tetap, termasuk sukuk korporasi, mencerminkan tingkat imbal hasil yang disyaratkan investor sebagai kompensasi atas nilai waktu uang dan risiko yang melekat pada instrumen. Secara konseptual, YTM dapat dipahami sebagai kombinasi antara tingkat bebas risiko dan premi risiko. Profitabilitas yang tinggi dapat menurunkan premi risiko karena investor menilai emiten memiliki kemampuan laba dan arus kas yang lebih baik untuk memenuhi kewajibannya. Dengan demikian, semakin tinggi ROA, semakin rendah risiko kredit yang dipersepsikan investor, sehingga YTM sukuk korporasi yang terbentuk pada saat penerbitan cenderung menurun.

Namun, pengaruh profitabilitas terhadap YTM tidak selalu berada dalam kondisi yang stabil karena dapat dipengaruhi oleh tekanan makroekonomi, terutama inflasi. Dalam kerangka *Fisher Effect*, inflasi mendorong investor untuk memperhatikan tingkat pengembalian riil, bukan hanya imbal hasil nominal. Ketika inflasi meningkat, nilai riil dari pembayaran imbal hasil dan pokok sukuk pada masa mendatang berpotensi menurun. Kondisi tersebut mendorong investor untuk meminta kompensasi nominal yang lebih tinggi agar daya beli dari imbal hasil yang diterima tetap terjaga. Dengan demikian, inflasi dapat meningkatkan tingkat imbal hasil nominal yang disyaratkan investor dan mengurangi kemampuan sinyal profitabilitas dalam menekan YTM.

Peran inflasi sebagai moderator dalam hubungan profitabilitas dan YTM dapat dijelaskan melalui perubahan sensitivitas investor terhadap informasi fundamental emiten. Pada kondisi inflasi rendah atau stabil, profitabilitas yang tinggi menjadi sinyal kuat bahwa emiten memiliki risiko kredit yang lebih rendah. Dalam kondisi tersebut, investor lebih mudah merespons ROA yang tinggi dengan menurunkan premi risiko yang diminta. Sebaliknya, ketika inflasi meningkat, perhatian investor tidak hanya tertuju pada kemampuan laba emiten, melainkan juga pada risiko penurunan daya beli, kenaikan biaya operasional, tekanan margin laba, kebutuhan modal kerja, dan ketidakpastian nilai riil arus kas masa depan. Akibatnya, meskipun emiten memiliki ROA yang tinggi, investor tetap dapat meminta YTM yang lebih besar untuk mengompensasi risiko inflasi.

Dengan demikian, inflasi diperkirakan memperlemah pengaruh negatif profitabilitas terhadap *Yield to Maturity* sukuk korporasi. Artinya, pada kondisi inflasi tinggi, kemampuan ROA dalam menurunkan YTM menjadi lebih lemah dibandingkan pada kondisi inflasi rendah. Profitabilitas tetap menjadi sinyal positif bagi investor, tetapi kekuatan sinyal tersebut dapat berkurang karena investor lebih berhati-hati terhadap risiko makroekonomi yang memengaruhi nilai pengembalian riil dan stabilitas arus kas perusahaan.

Dukungan empiris terhadap hubungan negatif profitabilitas dan imbal hasil sukuk ditemukan oleh Syakdiyah & Putra, (2021), yang menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap imbal hasil sukuk. Temuan tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas emiten, semakin rendah imbal hasil yang diminta investor karena profitabilitas dipandang sebagai sinyal

kemampuan membayar yang lebih baik. Sementara itu, penelitian Tambunan, (2025) mendukung penggunaan inflasi sebagai variabel moderasi dalam model *Yield to Maturity* pada instrumen pendapatan tetap. Dengan demikian, secara empiris profitabilitas relevan dalam menjelaskan imbal hasil sukuk, sedangkan inflasi dapat diposisikan sebagai faktor moderasi yang memengaruhi kekuatan hubungan antara profitabilitas dan YTM.

Berdasarkan landasan teoretis dan dukungan empiris tersebut, inflasi diperkirakan memperlemah pengaruh negatif profitabilitas terhadap *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan. Ketika inflasi meningkat, investor cenderung meminta kompensasi tambahan atas penurunan nilai imbal hasil riil. Kondisi tersebut menyebabkan sinyal positif dari profitabilitas tidak sepenuhnya mampu menurunkan YTM. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah:

H5: Inflasi memperlemah pengaruh negatif profitabilitas terhadap *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan.

2.9.6. Pengaruh Moderasi Inflasi terhadap Hubungan Likuiditas dan *Yield to Maturity* pada Sukuk Korporasi.

Likuiditas merupakan indikator yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek menggunakan aset lancar yang dimiliki. Dalam penelitian ini, likuiditas diproksikan dengan *Current Ratio* (CR) karena rasio ini menunjukkan kemampuan aset lancar perusahaan dalam menutup kewajiban lancar. Semakin tinggi CR, semakin besar kemampuan emiten

dalam menjaga stabilitas keuangan jangka pendek dan mengurangi risiko keterlambatan pembayaran kewajiban. Dalam perspektif investor, likuiditas yang baik dapat menjadi sinyal bahwa perusahaan memiliki kapasitas yang lebih memadai untuk memenuhi kewajiban keuangan secara tepat waktu. Oleh karena itu, likuiditas yang tinggi diperkirakan menurunkan persepsi risiko kredit dan menekan *Yield to Maturity* (YTM) yang diminta investor pada saat penerbitan sukuk.

Dalam kerangka *Signaling Theory*, *Current Ratio* dapat dipahami sebagai sinyal positif mengenai ketahanan likuiditas emiten. CR yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki aset lancar yang relatif cukup untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Sinyal ini dapat memperkuat kepercayaan investor karena emiten dipersepsikan memiliki fleksibilitas keuangan yang lebih baik dalam menghadapi kebutuhan pembayaran jangka pendek. Sebaliknya, CR yang rendah dapat dipersepsikan sebagai sinyal negatif karena menunjukkan adanya potensi tekanan likuiditas yang dapat mengganggu kelancaran pembayaran kewajiban. Dengan demikian, likuiditas yang tinggi seharusnya menurunkan persepsi risiko investor terhadap emiten sukuk.

Selanjutnya, berdasarkan *Fixed Income Pricing Theory*, YTM pada instrumen pendapatan tetap, termasuk sukuk korporasi, mencerminkan tingkat imbal hasil yang disyaratkan investor sebagai kompensasi atas nilai waktu uang dan risiko yang melekat pada instrumen. Secara konseptual, YTM dapat dipahami sebagai gabungan antara tingkat bebas risiko dan premi risiko (*risk premium*). Likuiditas yang tinggi dapat menurunkan premi risiko karena investor menilai

emiten memiliki kemampuan yang lebih baik dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dan menjaga kelancaran arus kas. Penurunan premi risiko tersebut membuat investor bersedia menerima tingkat imbal hasil yang lebih rendah. Dengan demikian, semakin tinggi CR, semakin rendah YTM sukuk korporasi yang terbentuk pada saat penerbitan.

Namun, pengaruh likuiditas terhadap YTM dapat berubah ketika kondisi makroekonomi mengalami tekanan inflasi. Dalam kerangka *Fisher Effect*, inflasi menyebabkan investor memperhatikan tingkat pengembalian riil, bukan hanya tingkat imbal hasil nominal. Ketika inflasi meningkat, nilai pembayaran riil imbal hasil dan pokok sukuk pada masa mendatang berpotensi menurun. Kondisi tersebut mendorong investor untuk menuntut imbal hasil nominal yang lebih tinggi agar daya beli dari arus kas yang diterima tetap terlindungi. Oleh karena itu, inflasi dapat meningkatkan tingkat imbal hasil nominal yang disyaratkan investor dan mengurangi efektivitas sinyal likuiditas dalam menekan YTM.

Peran inflasi sebagai moderator dalam hubungan likuiditas dan YTM dapat dijelaskan melalui perubahan perhatian investor terhadap risiko makroekonomi dan penurunan nilai arus kas. Pada kondisi inflasi rendah atau stabil, *Current Ratio* yang tinggi menjadi sinyal kuat bahwa emiten memiliki risiko likuiditas yang lebih rendah, sehingga investor bersedia menerima YTM yang lebih rendah. Namun, dalam kondisi inflasi yang meningkat, investor menghadapi risiko penurunan daya beli, peningkatan kebutuhan modal kerja, volatilitas biaya operasional, dan penurunan nilai riil arus kas masa depan. Kondisi tersebut dapat

membuat investor tetap meminta kompensasi imbal hasil yang lebih tinggi, meskipun emiten memiliki likuiditas yang relatif baik.

Dengan demikian, inflasi diperkirakan memperlemah pengaruh negatif likuiditas terhadap *Yield to Maturity* sukuk korporasi. Artinya, pada kondisi inflasi tinggi, kemampuan CR dalam menurunkan YTM menjadi lebih lemah dibandingkan pada kondisi inflasi rendah. Likuiditas tetap menjadi sinyal positif bagi investor, tetapi kekuatan sinyal tersebut dapat berkurang karena investor lebih memperhatikan risiko makroekonomi yang memengaruhi nilai pengembalian riil dan kestabilan arus kas perusahaan.

Dukungan empiris terhadap pentingnya likuiditas dalam penilaian risiko sukuk dapat dilihat dari penelitian Nurohman et al., (2020), yang menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh terhadap rating sukuk. Temuan tersebut memperkuat argumentasi bahwa likuiditas merupakan salah satu indikator fundamental yang digunakan untuk menilai risiko sukuk. Semakin baik likuiditas emiten, semakin rendah persepsi risiko yang melekat pada instrumen sukuk, sehingga secara teoretis dapat menurunkan premi risiko yang diminta investor. Sementara itu, penelitian Tambunan, (2025) mendukung penggunaan inflasi sebagai variabel moderasi dalam model *Yield to Maturity* pada instrumen pendapatan tetap. Dengan demikian, penelitian ini mengembangkan model dengan menguji apakah inflasi memperlemah kemampuan likuiditas dalam menurunkan YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

Berdasarkan landasan teoretis dan dukungan empiris tersebut, inflasi diperkirakan memperlemah pengaruh negatif likuiditas terhadap *Yield to Maturity*

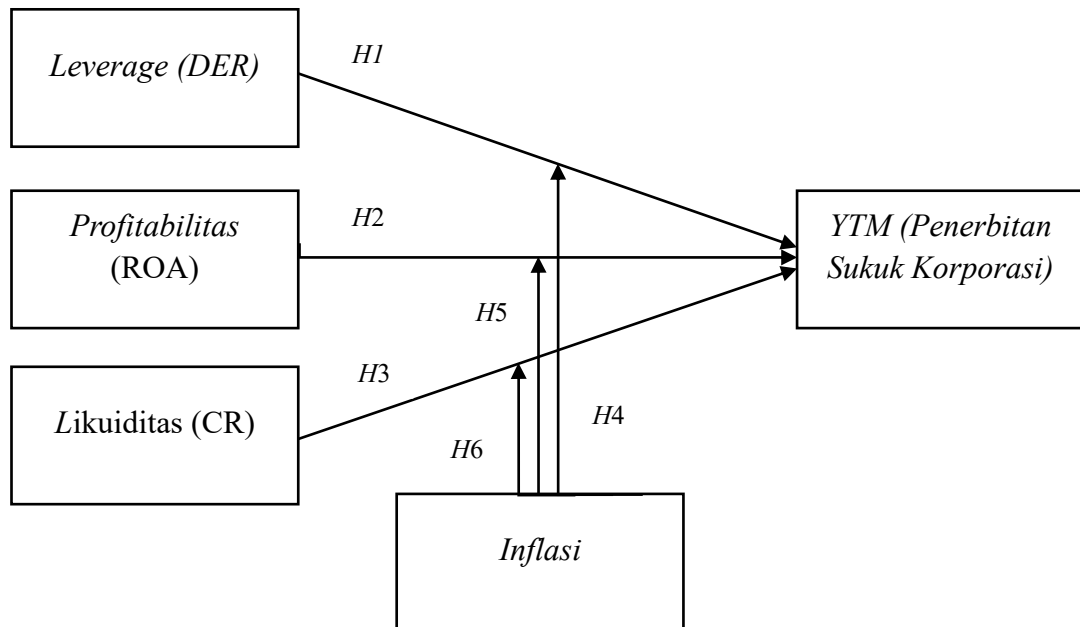
sukuk korporasi pada saat penerbitan. Ketika inflasi meningkat, investor cenderung menuntut kompensasi tambahan atas penurunan nilai riil imbal hasil. Kondisi tersebut menyebabkan sinyal positif dari likuiditas perusahaan tidak sepenuhnya mampu menekan YTM. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah:

H6: Inflasi memperlemah pengaruh negatif likuiditas terhadap *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan.

2.10. Kerangka Konseptual

Dalam penelitian ini akan diuji faktor-faktor yang memengaruhi *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan. Faktor-faktor tersebut meliputi *leverage*, profitabilitas, dan likuiditas sebagai variabel independen, inflasi sebagai variabel moderasi, serta tenor, ukuran emisi, ukuran perusahaan, dan peringkat sukuk sebagai variabel kontrol. Dengan demikian, kerangka konseptual dalam penelitian ini ditampilkan pada Gambar 2.1 berikut:

Gambar 2. 1
Kerangka Konseptual



Pada kerangka konseptual diatas menunjukkan hubungan anatar variabel independen, moderasi, dan varaibel dependen. Dalam pannelitian ini variabel dependennya adalah *Yield To Maturity* sukuk korporasi pada saat pennerbitan, sedangkan variabel independen dalam penelitian ini terdiri atas *leverage*, profitabilitas dan likuiditas perusahaan. Variabel moderasi yang digunakan dalam penneltian ini adalah inflasi. Pada konsep tersebut akan dijelaskan mengenai hubungan anatar variabel yang ada yaitu variabel independen, dependen dan moderasi dengan hipotesis.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan memanfaatkan data panel (unbalanced panel). Penelitian kuantitatif merupakan jenis penelitian yang mengandalkan data numerik untuk menguji teori/hipotesis secara objektif melalui pengukuran dan analisis hubungan antarvariabel (Creswell & Creswell, 2018). Sesuai dengan sifatnya, data numerik dalam penelitian ini dianalisis melalui pendekatan statistika dan ekonometrika, khususnya regresi data panel, yang memungkinkan pemanfaatan variasi data lintas seri penerbitan dan variasi antarwaktu (Wooldridge, 2010).

Berdasarkan jenisnya, penelitian ini termasuk dalam penelitian eksplanatori/kausal, yang bertujuan untuk menguji dan menjelaskan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen serta interaksi antarvariabel (termasuk uji moderasi) sebagaimana dirumuskan dalam hipotesis penelitian (Auliya et al., 2020). Alasan utama peneliti menggunakan penelitian eksplanatori adalah untuk menguji hipotesis mengenai faktor-faktor yang memengaruhi kupon penerbitan sukuk korporasi pada saat *primary issuance* periode 2021-2024, sehingga diharapkan penelitian ini mampu memberikan penjelasan empiris mengenai hubungan dan pengaruh variabel independen (karakteristik penerbitan serta kondisi emiten dan makroekonomi) terhadap variabel dependen, yaitu *Yield to Maturity* (YTM) penerbitan yang digunakan sebagai proksi “harga risiko” yang

ditetapkan pada saat penerbitan (issuer menetapkan coupon rate berdasarkan tingkat suku bunga pasar yang berlaku dan faktor lain pada waktu penerbitan).

3.2. Variabel Penelitian

Definisi operasional variabel adalah penjelasan yang memberikan panduan terperinci mengenai cara mengukur setiap variabel dalam penelitian, sehingga proses pengumpulan data dapat dilakukan secara konsisten dan terukur. Definisi ini juga berperan sebagai acuan agar indikator, rumus/proksi, serta satuan pengukuran yang digunakan jelas, sehingga memudahkan replikasi dan perbandingan hasil pada penelitian selanjutnya. Menurut (Auliya et al., 2020), definisi operasional variabel merupakan penentuan bentuk-bentuk yang digunakan peneliti untuk mengkaji suatu variabel tertentu agar peneliti dapat mengumpulkan data dan informasi yang relevan, serta menarik kesimpulan sesuai tujuan penelitian.

Tabel 3. 1

Devinisi Oprasional Variabel

No	Variabel	Keterangan	Indikator	Pengukuran	Sumber Data
1	<i>Yield to Maturity</i> saat penerbitan	<i>Yield to Maturity</i> pada saat penerbitan merepresentasikan tingkat imbal hasil internal yang menyamakan harga penerbitan sukuk dengan nilai kini seluruh arus kas masa depan, yaitu pembayaran imbal hasil periodik dan nilai nominal pada saat jatuh tempo. YTM digunakan untuk menggambarkan tingkat imbal hasil yang disyaratkan investor pada saat sukuk diterbitkan. Apabila sukuk diterbitkan pada nilai nominal, tingkat kupon/imbal hasil penerbitan	YTM / Issue Yield	YTM dihitung sebagai tingkat diskonto (y) yang menyebabkan harga penerbitan (P_0) sama dengan nilai kini seluruh arus kas sukuk. Jika harga penerbitan sama dengan nilai nominal, maka YTM dapat diproksikan dengan tingkat kupon/imbal hasil penerbitan.	IDX, prospektus, prospektus ringkas, OJK

		dapat digunakan sebagai proksi <i>issue yield</i> . (Bonowati & Sihombing, 2023)			
2	Leverage	<i>Leverage</i> menunjukkan tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pendanaan berbasis kewajiban dibandingkan ekuitas. Dalam penelitian ini, leverage diproksikan dengan <i>Debt to Equity Ratio</i> karena rasio ini mencerminkan struktur pendanaan dan potensi risiko keuangan emiten. Data yang digunakan adalah data tahun t-1 untuk menggambarkan kondisi emiten sebelum penerbitan sukuk. (Mergaliyev et al., 2021)	DER	$DER_{j,t-1} = \frac{Total\ Utang_{j,t-1}}{Total\ Ekuitas_{j,t-1}}$	<i>Annual report</i>

3	Profitabilitas	Profitabilitas mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset yang dimiliki. Dalam penelitian ini, profitabilitas diproksikan dengan <i>Return on Assets</i> karena ROA menggambarkan efektivitas perusahaan dalam menggunakan aset untuk menghasilkan laba. Data yang digunakan adalah data tahun t-1 agar mencerminkan kondisi emiten sebelum penerbitan sukuk. (Rachman, 2022)	ROA	$ROA_{j,t-1} = \frac{Laba Bersih_{j,t-1}}{Total Aset_{j,t-1}}$	<i>Annual report</i>
4	Likuiditas	Likuiditas mencerminkan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek	CR	$CR_{j,t-1} = \frac{Aset Lancar_{j,t-1}}{Kewajiban Lancar_{j,t-1}}$	<i>Annual report</i>

		dengan aset lancar yang dimiliki. Dalam penelitian ini, likuiditas diproksikan dengan <i>Current Ratio</i> karena rasio ini menunjukkan kemampuan aset lancar dalam menutup kewajiban lancar. Data yang digunakan adalah data tahun t-1 untuk menggambarkan kondisi likuiditas sebelum penerbitan sukuk. (Darma & Sulistiyani, 2020)			
5	Inflasi	Inflasi merupakan indikator makroekonomi yang menunjukkan kenaikan harga umum dan penurunan daya beli uang. Dalam penelitian ini, inflasi	INF	(YoY bulanan)	BPS / Bank Indonesia

		digunakan sebagai variabel moderasi untuk menguji apakah kondisi makroekonomi memperkuat atau memperlemah pengaruh leverage, profitabilitas, dan likuiditas terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan. (Sulistyo et al., 2022)			
6	Tenor	Tenor menunjukkan jangka waktu sukuk sejak tanggal penerbitan atau tanggal efektif sampai tanggal jatuh tempo. Tenor digunakan sebagai variabel kontrol karena jangka waktu yang lebih panjang dapat meningkatkan ketidakpastian arus kas dan risiko instrumen. (Amrullah et al.,	TENOR / Maturity	$Tenor_t = \frac{Tanggal\ Jatuh\ Tempo - Tanggal\ Efektif}{365}$	Prospektus , prospektus ringkas, IDX, OJK

		2019)			
7	Ukuran emisi	Ukuran emisi menunjukkan nilai nominal penerbitan sukuk untuk setiap seri. Variabel ini digunakan sebagai kontrol karena nilai emisi dapat mencerminkan skala penerbitan dan potensi likuiditas instrumen. Untuk menstabilkan distribusi data, ukuran emisi ditransformasika n ke dalam logaritma natural. (Deku et al., 2021)	LnIssue Size	$LnIssueSize_{i,t}$ $= \ln(\text{nilai emisi sukuk}_{i,t})$	Prospektus , prospektus ringkas, IDX, OJK
8	Ukuran perusahaan	Ukuran perusahaan mencerminkan skala emiten berdasarkan total aset. Variabel ini digunakan sebagai kontrol karena perusahaan yang lebih besar umumnya	LnTotalAss et	$Ln Total Aset_{j,t-1}$ $= \ln (Total Aset)_{j,t-1}$	<i>Annual report</i>

		dipersepsikan memiliki kapasitas keuangan, reputasi, dan akses pendanaan yang lebih baik. Data yang digunakan adalah total aset tahun t-1. (Sintyana & Artini, 2018)			
9	Skor peringkat sukuk	Peringkat sukuk menunjukkan penilaian risiko kredit instrumen yang diberikan oleh lembaga pemeringkat. Dalam penelitian ini, rating dikonversi menjadi skor ordinal agar dapat digunakan dalam analisis kuantitatif. Skor yang lebih besar menunjukkan risiko yang lebih tinggi. (Hirk et al., 2018)	Rating Score	Peringkat sukuk diukur menggunakan skala ordinal Rating Score berdasarkan kualitas kredit instrumen. Pemberian skor dilakukan secara hierarkis di mana angka yang lebih tinggi menunjukkan kualitas peringkat yang lebih baik (risiko lebih rendah), dengan rincian: BBB+ (1), A- (2), A (3), A+ (4), AA- (5), AA (6), AA+ (7), hingga AAA (8). Pengukuran ini bertujuan untuk menguji pengaruh linear kualitas kredit terhadap	PEFINDO, Fitch, prospektus, IDX, OJK

				tingkat Yield to Maturity secara konsisten.	
--	--	--	--	---	--

3.3. Populasi dan Sampel

Populasi dan sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

3.3.1. Populasi Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh seri sukuk korporasi yang diterbitkan melalui mekanisme penawaran umum di Indonesia selama periode 2021-2025. Unit populasi ditetapkan pada level seri sukuk karena variabel dependen penelitian, yaitu *Yield to Maturity* (YTM) pada saat penerbitan, melekat pada masing-masing seri penerbitan. Dengan demikian, setiap seri sukuk diperlakukan sebagai satu unit observasi, meskipun beberapa seri dapat diterbitkan oleh emiten yang sama pada tahun yang sama maupun tahun yang berbeda.

Berdasarkan hasil penelusuran data penerbitan sukuk korporasi, diperoleh 230 seri sukuk dari 46 emiten selama periode pengamatan. Populasi tersebut mencakup sukuk korporasi dari berbagai sektor industri, tenor, nilai emisi, dan peringkat, sepanjang instrumen tersebut diterbitkan melalui mekanisme penawaran umum di pasar modal Indonesia. Ringkasan populasi penelitian berdasarkan tahun penerbitan disajikan pada Tabel 3.

Tabel 3. 2**Populasi Penelitian Berdasarkan Tahun Penerbitan**

Tahun	Jumlah Seri Sukuk	Jumlah Emiten	Total Nilai Penerbitan
2021	18	11	2.361.250.000.000
2022	30	17	5.390.585.000.000
2023	31	14	5.864.144.000.000
2024	42	15	11.185.975.000.000
2025	109	32	50.400.400.000.000
Total	230	46	75.202.354.000.000

Sumber: Data diolah dari IDX (Lampiran 1).

Berdasarkan Tabel 3, populasi penelitian menunjukkan bahwa penerbitan sukuk korporasi selama periode 2021-2025 tersebar pada beberapa tahun penerbitan dan melibatkan emiten dengan karakteristik yang beragam. Jumlah populasi sebanyak 230 seri menunjukkan bahwa pasar sukuk korporasi memiliki variasi observasi yang memadai untuk dianalisis pada level penerbitan. Namun, tidak seluruh seri dalam populasi dapat digunakan sebagai sampel karena penelitian ini membutuhkan kelengkapan data untuk seluruh konstruk model, baik variabel dependen, variabel independen, variabel moderasi, maupun variabel kontrol. Oleh karena itu, tahap berikutnya adalah melakukan penyaringan sampel berdasarkan kriteria tertentu.

3.3.2. Sampel Penelitian

Sampel dalam penelitian ini ditentukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling*, yaitu teknik pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu yang disesuaikan dengan tujuan dan kebutuhan analisis. Teknik ini digunakan karena tidak seluruh seri sukuk dalam populasi memiliki kelengkapan data yang dibutuhkan untuk pengujian empiris. Penelitian ini membutuhkan data YTM pada saat penerbitan, karakteristik instrumen, data inflasi pada bulan penerbitan, serta data keuangan emiten tahun *t-1* untuk menghitung *Debt to Equity Ratio* (DER), *Return on Assets* (ROA), *Current Ratio* (CR), dan ukuran perusahaan.

Penggunaan data keuangan tahun *t-1* dimaksudkan untuk mencerminkan informasi fundamental emiten yang telah tersedia sebelum sukuk diterbitkan. Dengan menggunakan data keuangan periode sebelum penerbitan, hubungan antara kondisi keuangan emiten dan YTM dapat dianalisis secara lebih tepat karena variabel fundamental tidak diukur setelah proses penetapan harga terjadi. Pendekatan ini juga digunakan untuk mengurangi potensi bias sebab-akibat dalam model penelitian.

Tabel 3. 3

Proses Penentuan Sampel Penelitian Berdasarkan Kriteria.

No.	Kriteria Sampel	Pengurangan	Sisa
1	Sukuk korporasi yang diterbitkan melalui penawaran umum di Indonesia selama periode 2021-2025	-	230
2	Seri sukuk yang tidak memiliki informasi YTM/ <i>yield</i> atau imbal hasil eksplisit saat penerbitan	(0)	230

3	Seri sukuk yang tidak memiliki data karakteristik instrumen lengkap, seperti tenor, nilai emisi, dan peringkat sukuk	(0)	230
4	Seri sukuk yang tidak memiliki data inflasi pada bulan penerbitan	(0)	230
5	Seri sukuk yang tidak memiliki data keuangan emiten tahun <i>t-1</i> secara lengkap untuk perhitungan DER, ROA, CR, dan ukuran perusahaan	(73)	157
	Jumlah sampel akhir penelitian		157

Sumber: Data diolah dari IDX (Lampiran 1).

Berdasarkan Tabel 4, dari total populasi awal sebanyak 230 seri sukuk, terdapat 73 seri yang tidak dapat digunakan sebagai sampel penelitian. Pengurangan tersebut disebabkan oleh tidak tersedianya data keuangan emiten tahun *t-1* secara lengkap untuk menghitung variabel fundamental emiten dan ukuran perusahaan. Seri sukuk yang tidak memiliki data keuangan lengkap tidak dimasukkan ke dalam sampel karena dapat mengganggu konsistensi pengukuran variabel dan menurunkan validitas hasil pengujian. Setelah proses penyaringan dilakukan, diperoleh 157 seri sukuk korporasi sebagai sampel akhir penelitian. Sampel tersebut merupakan observasi yang telah memenuhi kelengkapan data untuk digunakan dalam analisis regresi sesuai dengan model penelitian.

3.3.3. Distribusi Sampel Penelitian

Setelah proses penyaringan dilakukan, sampel akhir penelitian terdiri atas 157 seri sukuk korporasi yang diterbitkan selama periode 2021–2025. Penyajian distribusi sampel berdasarkan tahun penerbitan diperlukan untuk memberikan gambaran mengenai sebaran observasi yang digunakan dalam analisis. Hal ini

penting karena penelitian menggunakan data pada level seri sukuk dan melibatkan variasi antarwaktu, sehingga distribusi sampel per tahun perlu ditampilkan secara ringkas.

Tabel 3. 4

Distribusi Sampel Penelitian Berdasarkan Tahun Penerbitan.

Tahun	Jumlah Observasi Sampel	Jumlah Emiten dalam Sampel	Total Nilai Penerbitan/Outstanding Sampel
2021	9	6	1.074.600.000.000
2022	20	12	2.829.895.000.000
2023	23	10	4.773.774.000.000
2024	27	8	7.325.770.000.000
2025	78	23	30.811.120.000.000
Total	157	33	46.815.159.000.000

Sumber: Data diolah dari IDX (Lampiran 1).

Berdasarkan Tabel 5, sampel penelitian tersebar pada seluruh periode pengamatan, yaitu tahun 2021 sampai dengan 2025. Sebaran tersebut menunjukkan bahwa observasi penelitian tidak hanya terkonsentrasi pada satu tahun tertentu, tetapi mencakup variasi penerbitan pada beberapa periode. Kondisi ini mendukung penggunaan data pada level seri sukuk karena setiap observasi memiliki karakteristik penerbitan yang berbeda, baik dari sisi YTM, tenor, nilai emisi, peringkat, kondisi keuangan emiten, maupun inflasi pada bulan penerbitan. Dengan demikian, sampel akhir sebanyak 157 seri sukuk dinilai relevan untuk menguji pengaruh *leverage*, profitabilitas, dan likuiditas terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan dengan inflasi sebagai variabel moderasi.

3.4. Data dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari data penerbitan sukuk korporasi pada publikasi resmi IDX (Bursa Efek Indonesia) dan laporan keuangan/laporan tahunan emiten yang dipublikasikan pada kanal keterbukaan informasi emiten. Dataset terdiri dari seluruh seri (ISIN) sukuk korporasi yang diterbitkan di pasar modal Indonesia selama periode pengamatan. Data yang digunakan merupakan data tahunan dari periode 2021 hingga 2024, bersifat panel pada level penerbitan (seri/ISIN) dengan keterkaitan ke level emiten. Peneliti akan menganalisis karakteristik penerbitan sukuk, indikator keuangan emiten (DER, ROA, CR, dan ukuran perusahaan/ln total aset dari tahun $t-1$), serta indikator makro berupa inflasi tahunan (BPS) untuk mengukur pengaruhnya terhadap variabel dependen, yaitu yield/tingkat imbal hasil sukuk korporasi yang diukur menggunakan yield to maturity (YTM).

3.5. Teknik Pengumpulan Data

Prosedur pengumpulan data dalam penelitian ini dilakukan melalui dua pendekatan utama, yaitu metode dokumentasi dan studi pustaka. Pada metode dokumentasi, data penerbitan sukuk korporasi beserta data pendukung diperoleh dengan cara mengakses, mengunduh, dan mencatat informasi melalui sumber resmi yang relevan, yaitu IDX (Bursa Efek Indonesia) serta laporan keuangan/laporan tahunan emiten untuk data keuangan. Informasi yang relevan dengan karakteristik penerbitan meliputi kupon, tanggal efektif, tanggal jatuh tempo, issue size, dan rating, kemudian dicatat dan ditabulasi sesuai kriteria periode penelitian 2021-2025. Selanjutnya, emiten untuk setiap seri sukuk

diidentifikasi, dan laporan keuangan emiten tahun $t-1$ dikumpulkan untuk menghitung variabel keuangan penelitian, yaitu DER, ROA, CR, serta ukuran perusahaan yang diproksikan melalui $\ln$ total aset. Pada tahap berikutnya, data inflasi rata-rata tahunan pada tahun penerbitan diambil dari publikasi resmi BPS, kemudian seluruh data penerbitan, data keuangan, dan data inflasi digabungkan menjadi dataset terstruktur sehingga siap digunakan pada tahap pengolahan dan analisis. Rangkaian langkah ini dilakukan untuk memastikan data yang digunakan akurat, konsisten, dan sesuai dengan fokus penelitian, serta mengurangi potensi bias sebab-akibat melalui penggunaan data keuangan pada periode $t-1$.

Studi pustaka digunakan untuk memperdalam pemahaman terhadap konsep dan temuan empiris terkait penentuan yield/imbal hasil sukuk korporasi serta faktor-faktor yang memengaruhinya. Sumber informasi dari buku, artikel jurnal ilmiah, regulasi/pedoman terkait pasar modal dan sukuk, serta laporan resmi lembaga terkait dieksplorasi guna memperkuat kerangka teori, menyusun definisi operasional variabel, dan mendukung interpretasi hasil analisis. Kombinasi kedua metode ini diharapkan mampu menghasilkan penelitian yang mendalam dan menyeluruh terkait faktor-faktor yang memengaruhi yield sukuk korporasi di Indonesia periode 2020-2024.

3.6. Metode Analisis

Analisis data dalam penelitian ini dilakukan menggunakan pendekatan regresi pada level penerbitan sukuk, yaitu seri/ISIN sukuk korporasi yang diterbitkan selama periode penelitian. Unit analisis berada pada level seri sukuk, sedangkan sebagian variabel independen berasal dari karakteristik emiten. Oleh

karena itu, model penelitian menggunakan indeks i untuk seri/ISIN sukuk, j untuk emiten, m untuk bulan penerbitan, dan t untuk tahun penerbitan. Teknik estimasi utama yang digunakan adalah pooled Ordinary Least Squares (pooled OLS) dengan year fixed effects dan clustered standard errors by issuer. Pendekatan ini dipilih karena dalam satu periode, satu emiten dapat menerbitkan lebih dari satu seri sukuk, sehingga error antarobservasi dari emiten yang sama berpotensi berkorelasi.

Penggunaan year fixed effects bertujuan untuk mengontrol perbedaan kondisi umum antar tahun yang dapat memengaruhi seluruh penerbitan sukuk pada tahun tertentu, seperti perubahan kebijakan, kondisi pasar, dan guncangan ekonomi makro. Sementara itu, penggunaan clustered standard errors by issuer bertujuan untuk menghasilkan inferensi statistik yang lebih reliabel apabila terdapat korelasi error antar seri sukuk yang diterbitkan oleh emiten yang sama. Cameron and Miller (2015) menjelaskan bahwa ketika observasi berada dalam kelompok atau klaster, error dalam klaster yang sama dapat berkorelasi, sehingga inferensi regresi perlu menggunakan cluster-robust standard errors agar standar error tidak bias. Dalam penelitian ini, klaster ditentukan pada level emiten karena beberapa seri sukuk dapat berasal dari perusahaan penerbit yang sama. Estimasi model dilakukan menggunakan perangkat lunak R, terutama paket fixest karena paket tersebut mendukung estimasi dengan multiple fixed effects dan clustered standard errors (Laurent Berge, 2018).

3.6.1. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan karakteristik awal data penelitian sebelum dilakukan estimasi regresi. Statistik yang disajikan meliputi jumlah observasi, nilai rata-rata, median, standar deviasi, nilai minimum, dan nilai maksimum untuk setiap variabel penelitian. Variabel yang dianalisis mencakup YTM saat penerbitan, DER, ROA, CR, inflasi bulanan, tenor, ukuran emisi, ukuran perusahaan, dan rating sukuk. Penyajian statistik deskriptif penting untuk mengetahui sebaran data, mengidentifikasi nilai ekstrem, serta memahami karakteristik umum sampel penelitian. Apabila ditemukan nilai ekstrem pada variabel rasio keuangan, seperti DER, ROA, atau CR, peneliti dapat mempertimbangkan penanganan data ekstrem secara transparan, misalnya melalui winsorizing. Namun, setiap perlakuan terhadap data ekstrem harus dijelaskan secara jelas agar hasil penelitian tetap dapat direplikasi.

3.6.2. Uji Korelasi dan Multikolinearitas

Sebelum estimasi model utama dilakukan, penelitian ini melakukan analisis korelasi dan uji multikolinearitas. Analisis korelasi digunakan untuk melihat hubungan awal antarvariabel, sedangkan uji multikolinearitas digunakan untuk mengetahui apakah antarvariabel independen memiliki hubungan yang terlalu kuat. Multikolinearitas perlu diperiksa karena hubungan yang terlalu tinggi antarvariabel independen dapat membuat estimasi koefisien menjadi tidak stabil dan meningkatkan standar error. Dalam penelitian ini, multikolinearitas diuji menggunakan Variance Inflation Factor (VIF). VIF digunakan untuk mengukur seberapa besar varians koefisien regresi meningkat akibat adanya korelasi dengan

variabel independen lain; nilai VIF yang semakin besar menunjukkan indikasi multikolinearitas yang semakin kuat (Penn State 2018).

Dasar pengambilan keputusan dalam penelitian ini menggunakan batas umum VIF. Jika nilai VIF berada di bawah 10, maka model dinilai tidak mengalami multikolinearitas yang serius. Sebaliknya, jika nilai VIF melebihi 10, maka terdapat indikasi multikolinearitas yang perlu diperhatikan. Meskipun demikian, batas VIF 10 merupakan aturan praktis, sehingga interpretasinya tetap perlu mempertimbangkan konteks penelitian dan struktur data. O'brien (2007) menegaskan bahwa aturan VIF 10 banyak digunakan, tetapi sebaiknya tidak dipahami secara mekanis tanpa mempertimbangkan konteks model dan data. Khusus untuk model moderasi, variabel DER, ROA, CR, dan inflasi dapat dilakukan mean centering sebelum membentuk variabel interaksi untuk mengurangi multikolinearitas antara variabel utama dan variabel interaksi.

3.6.3. Estimasi Model Regresi

Estimasi model dilakukan dalam dua tahap. Model 1 digunakan sebagai model dasar untuk menguji pengaruh langsung leverage, profitabilitas, dan likuiditas terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan. Model ini juga memasukkan variabel kontrol berupa tenor, ukuran emisi, ukuran perusahaan, dan rating sukuk. Model 2 digunakan untuk menguji peran inflasi sebagai variabel moderasi melalui interaksi antara inflasi dengan *leverage*, profitabilitas, dan likuiditas. Dengan demikian, perbandingan Model 1 dan Model 2 dapat menunjukkan apakah hubungan antara fundamental emiten dan YTM berubah setelah mempertimbangkan kondisi inflasi pada bulan penerbitan.

Variabel keuangan emiten, yaitu DER, ROA, CR, dan ukuran perusahaan, diukur pada periode $t-1$. Penggunaan data keuangan $t-1$ bertujuan untuk menangkap kondisi emiten sebelum penerbitan sukuk serta mengurangi potensi bias sebab-akibat. Sementara itu, variabel YTM, tenor, ukuran emisi, dan rating sukuk diukur pada saat penerbitan. Untuk variabel inflasi, penelitian ini menggunakan inflasi bulanan pada bulan penerbitan sukuk, bukan inflasi rata-rata tahunan. Penggunaan inflasi bulanan lebih sesuai dengan timing penelitian karena YTM pada pasar primer terbentuk pada saat sukuk diterbitkan, sehingga kondisi inflasi yang relevan adalah inflasi pada bulan penerbitan. Data inflasi bulanan dapat diperoleh dari publikasi resmi Badan Pusat Statistik yang menyediakan data Indeks Harga Konsumen dan inflasi bulanan Indonesia.

Penggunaan inflasi bulanan juga lebih tepat secara ekonometrika karena model penelitian memasukkan *year fixed effects*. Jika inflasi yang digunakan adalah inflasi tahunan, nilainya akan sama untuk seluruh observasi dalam tahun yang sama dan berpotensi terserap oleh dummy tahun. Dengan menggunakan inflasi bulanan, variabel inflasi masih memiliki variasi antarbulan dalam tahun yang sama, sehingga dapat tetap diestimasi meskipun model mengontrol *year fixed effects*. Dalam penelitian ini, inflasi dapat dinyatakan sebagai $INF_{m,t}$, yaitu inflasi pada bulan m dan tahun t ketika sukuk diterbitkan. Oleh karena itu, spesifikasi model menjadi lebih konsisten dengan waktu penentuan YTM pada saat penerbitan.

3.6.4. Spesifikasi Model

Model penelitian disusun untuk menguji faktor-faktor yang memengaruhi *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan. Model menggunakan indeks *i* untuk seri/ISIN sukuk, *j* untuk emiten, *m* untuk bulan penerbitan, dan *t* untuk tahun penerbitan. Model 1 digunakan untuk menguji pengaruh langsung variabel independen utama terhadap YTM. Model 2 digunakan untuk menguji apakah inflasi bulanan memoderasi pengaruh leverage, profitabilitas, dan likuiditas terhadap YTM.

Model 1: Pengaruh langsung variabel fundamental terhadap YTM

$$\begin{aligned}
 YTM_{i,j,m,t} = & \alpha + \beta_1 DER_{j,t-1} + \beta_2 ROA_{j,t-1} + \beta_3 CR_{j,t-1} \\
 & + \gamma_1 TENOR_{i,t} + \gamma_2 LnIssueSize_{i,t} \\
 & + \gamma_3 LnTotalAsset_{j,t-1} + \gamma_4 RatingScore_{i,t} + \delta_t \\
 & + \varepsilon_{i,j,m,t}
 \end{aligned}$$

Keterangan:

$YTM_{i,j,m,t}$	= Yield to Maturity sukuk seri/ISIN <i>i</i> dari emiten <i>j</i> pada bulan <i>m</i> dan tahun penerbitan <i>t</i> .
$DER_{j,t-1}$	= Debt to Equity Ratio emiten <i>j</i> pada tahun sebelum penerbitan.
$ROA_{j,t-1}$	= Return on Assets emiten <i>j</i> pada tahun sebelum penerbitan.
$CR_{j,t-1}$	= Current Ratio emiten <i>j</i> pada tahun sebelum penerbitan.
$TENOR_{i,t}$	= tenor sukuk seri <i>i</i> pada saat penerbitan.
$LnIssueSize_{i,t}$	= logaritma natural nilai emisi sukuk seri <i>i</i> .

$LnTotalAsset_{j,t-1}$ = logaritma natural total aset emiten j pada tahun sebelum penerbitan.

$RatingScore_{i,t}$ = skor peringkat sukuk seri i pada saat penerbitan.

δ_t = year fixed effects.

$\varepsilon_{i,j,m,t}$ = error term.

Sebelum membentuk variabel interaksi, DER, ROA, CR, dan inflasi sebaiknya dilakukan mean centering. Mean centering dilakukan dengan mengurangi nilai setiap variabel dengan rata-ratanya. Prosedur ini membantu mengurangi multikolinearitas antara variabel utama dan variabel interaksi, serta memudahkan interpretasi koefisien utama. Rujukan metodologis Aiken dan West sering digunakan dalam analisis regresi moderasi, dan panduan UBC juga mencatat bahwa Aiken dan West merekomendasikan centering pada variabel independen dan moderator sebelum membentuk product term (O'Connor, 1998).

Model 2 moderasi dinyatakan sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 YTM_{i,j,m,t} = & \alpha + \beta_1 DERc_{j,t-1} + \beta_2 ROAc_{j,t-1} + \beta_3 CRC_{j,t-1} \\
 & + \beta_4 INFc_{m,t} \\
 & + \beta_5 (DERc_{j,t-1} \times INFc_{m,t}) + \beta_6 (ROAc_{j,t-1} \times INFc_{m,t}) \\
 & + \beta_7 (CRC_{j,t-1} \times INFc_{m,t}) \\
 & + \gamma_1 TENOR_{i,t} + \gamma_2 LnIssueSize_{i,t} + \gamma_3 LnTotalAsset_{j,t-1} \\
 & + \gamma_4 RatingScore_{i,t} + \delta_t + \varepsilon_{i,j,m,t}
 \end{aligned}$$

Keterangan :

$INF_{c_{m,t}}$ = inflasi bulanan pada bulan penerbitan sukuk yang telah di-*mean center*.

DER_c, ROA_c, CR_c = variabel DER, ROA, dan CR yang telah di-*mean center*.

$DER_c \times INF_c$ = interaksi leverage dan inflasi.

$ROA_c \times INF_c$ = interaksi profitabilitas dan inflasi.

$CR_c \times INF_c$ = interaksi likuiditas dan inflasi.

Model 2 digunakan untuk menjawab hipotesis moderasi. Koefisien β_5 menunjukkan apakah inflasi memoderasi hubungan DER terhadap YTM. Koefisien β_6 menunjukkan apakah inflasi memoderasi hubungan ROA terhadap YTM. Koefisien β_7 menunjukkan apakah inflasi memoderasi hubungan CR terhadap YTM. Apabila koefisien interaksi signifikan, maka hubungan antara variabel independen dan YTM bergantung pada tingkat inflasi pada bulan penerbitan sukuk.

3.6.5. Uji Hipotesis

Uji hipotesis dilakukan dengan melihat arah koefisien, nilai *t-statistic*, dan *p-value* dari hasil estimasi regresi. Karena model menggunakan *clustered standard errors by issuer*, maka pengujian signifikansi parsial menggunakan *t-statistic* dan *p-value* yang telah disesuaikan dengan *standard error* terkluster. Pada tingkat signifikansi 5%, hipotesis diterima apabila koefisien memiliki arah sesuai dengan hipotesis dan nilai *p-value* lebih kecil dari 0,05. Untuk pengujian pengaruh simultan atau pengujian beberapa koefisien secara bersama-sama,

penelitian ini lebih tepat menggunakan *Wald test* atau joint significance test, bukan hanya uji F klasik. Paket *fixest* dalam R juga menyediakan fasilitas untuk estimasi *fixed effects*, *clustered standard errors*, dan pengujian model seperti *Wald test* (Laurent Berge, 2018).

Arah pengujian hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut. Untuk H1, koefisien DER diharapkan bernilai positif, yang berarti leverage meningkatkan YTM. Untuk H2, koefisien ROA diharapkan bernilai negatif, yang berarti profitabilitas menurunkan YTM. Untuk H3, koefisien CR diharapkan bernilai negatif, yang berarti likuiditas menurunkan YTM. Untuk H4, koefisien interaksi $DER \times \text{Inflasi}$ diharapkan bernilai positif, yang berarti inflasi memperkuat pengaruh positif leverage terhadap YTM. Untuk H5, jika hipotesis menyatakan inflasi memperlemah pengaruh negatif profitabilitas terhadap YTM, maka koefisien interaksi $ROA \times \text{Inflasi}$ diharapkan bernilai positif. Untuk H6, jika hipotesis menyatakan inflasi memperlemah pengaruh negatif likuiditas terhadap YTM, maka koefisien interaksi $CR \times \text{Inflasi}$ juga diharapkan bernilai positif.

3.6.6. Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi digunakan untuk melihat kemampuan model dalam menjelaskan variasi YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan. Nilai yang digunakan dapat berupa R^2 dan *Adjusted R²*. R^2 menunjukkan proporsi variasi variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen dan variabel kontrol dalam model. Sementara itu, *Adjusted R²* lebih tepat digunakan ketika model memiliki lebih dari satu variabel penjelas karena ukuran ini menyesuaikan nilai R^2 dengan jumlah variabel yang digunakan. Dalam penelitian ini, *Adjusted R²*

digunakan untuk membandingkan kemampuan penjelasan Model 1 dan Model 2. Meskipun demikian, interpretasi utama tetap difokuskan pada arah, besaran, dan signifikansi koefisien variabel utama serta variabel interaksi.

3.6.7. Interpretasi Moderasi Inflasi

Interpretasi moderasi inflasi dilakukan melalui koefisien interaksi antara inflasi dan variabel independen utama. Koefisien interaksi yang signifikan menunjukkan bahwa pengaruh variabel independen terhadap YTM berubah pada tingkat inflasi yang berbeda. Jika interaksi $DER \times \text{Inflasi}$ bernilai positif dan signifikan, maka inflasi memperkuat pengaruh positif leverage terhadap YTM. Jika interaksi $ROA \times \text{Inflasi}$ bernilai positif dan signifikan, sementara pengaruh utama ROA bernilai negatif, maka inflasi memperlemah pengaruh negatif ROA terhadap YTM. Jika interaksi $CR \times \text{Inflasi}$ bernilai positif dan signifikan, sementara pengaruh utama CR bernilai negatif, maka inflasi memperlemah pengaruh negatif CR terhadap YTM.

Agar interpretasi moderasi lebih jelas, penelitian dapat menampilkan *simple slope analysis* atau *marginal effect* pada kondisi inflasi rendah, sedang, dan tinggi. Inflasi rendah dapat didefinisikan sebagai satu standar deviasi di bawah rata-rata, inflasi sedang sebagai nilai rata-rata, dan inflasi tinggi sebagai satu standar deviasi di atas rata-rata. Simple slope analysis digunakan untuk menjelaskan hubungan antara variabel independen dan dependen pada tingkat moderator tertentu, terutama ketika terdapat interaksi yang signifikan. Panduan metodologis University of Virginia (2023) menjelaskan bahwa *simple slopes analysis* merupakan prosedur lanjutan setelah regresi untuk membantu

menyelidiki dan menginterpretasikan interaksi yang signifikan. Dengan demikian, analisis ini dapat membantu menjelaskan secara substantif bagaimana pengaruh DER, ROA, dan CR terhadap YTM berubah pada kondisi inflasi bulanan yang berbeda.

3.6.8. Robustness Check

Untuk memperkuat validitas hasil, penelitian ini dapat melakukan beberapa uji tambahan. Pertama, model dapat diestimasi ulang tanpa variabel *Rating Score* untuk melihat apakah pengaruh DER, ROA, dan CR tetap konsisten ketika rating tidak dikontrol. Hal ini penting karena rating dapat merefleksikan sebagian informasi fundamental emiten yang juga tercermin dalam DER, ROA, dan CR. Kedua, penelitian dapat membandingkan hasil model dengan dan tanpa winsorizing pada variabel rasio keuangan untuk memastikan bahwa hasil tidak didominasi oleh nilai ekstrem. Ketiga, penelitian dapat membandingkan hasil model dengan spesifikasi tanpa *year fixed effects* sebagai pembanding. Keempat, apabila tersedia data inflasi dalam beberapa format, penelitian dapat membandingkan hasil menggunakan inflasi bulanan year-on-year dan inflasi bulanan month-to-month untuk melihat stabilitas hasil. Namun, spesifikasi utama penelitian ini tetap menggunakan inflasi bulanan pada bulan penerbitan karena lebih sesuai dengan waktu penentuan YTM pada pasar primer.

BAB IV

HASIL PENELITIAN

4.1. Gambaran Umum Objek Penelitian

Bagian ini menyajikan gambaran umum objek penelitian sebelum dilakukan analisis statistik deskriptif dan estimasi regresi. Karena penelitian ini menggunakan data sekunder, pembahasan difokuskan pada karakteristik data, unit analisis, periode pengamatan, jumlah sampel akhir, serta struktur data yang digunakan dalam model penelitian. Objek dalam penelitian ini adalah sukuk korporasi yang diterbitkan melalui mekanisme penawaran umum di Indonesia selama periode 2021-2025. Uraian pada bagian ini penting untuk memberikan konteks awal mengenai data yang dianalisis, sehingga pembahasan hasil penelitian dapat dipahami secara lebih sistematis.

4.1.1. Deskripsi Objek Penelitian

Penelitian ini menggunakan objek berupa sukuk korporasi yang diterbitkan melalui mekanisme penawaran umum di Indonesia selama periode 2021-2025. Sukuk korporasi dipilih karena merupakan salah satu instrumen pembiayaan syariah di pasar modal yang memiliki karakteristik imbal hasil dan risiko yang dapat diamati sejak saat penerbitan. Fokus penelitian diarahkan pada Yield to Maturity (YTM) pada saat penerbitan karena YTM mencerminkan tingkat imbal hasil yang disyaratkan investor ketika sukuk ditawarkan di pasar primer.

Unit analisis dalam penelitian ini adalah seri sukuk korporasi atau seri/ISIN sukuk, bukan emiten secara umum. Dengan demikian, satu emiten dapat muncul lebih dari satu kali dalam data penelitian apabila menerbitkan lebih dari

satu seri sukuk selama periode pengamatan. Penggunaan unit analisis pada level seri sukuk dinilai sesuai dengan tujuan penelitian karena setiap seri sukuk dapat memiliki karakteristik yang berbeda, seperti tingkat YTM, tenor, nilai emisi, dan rating sukuk. Perbedaan karakteristik antarseri tersebut memungkinkan penelitian untuk menjelaskan variasi YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan secara lebih spesifik.

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari dokumen penerbitan sukuk, prospektus atau prospektus ringkas, publikasi Bursa Efek Indonesia, laporan keuangan atau laporan tahunan emiten, lembaga pemeringkat, serta data inflasi dari otoritas resmi. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah Yield to Maturity pada saat penerbitan. Variabel independen utama terdiri atas leverage yang diproksikan dengan Debt to Equity Ratio (DER), profitabilitas yang diproksikan dengan Return on Assets (ROA), dan likuiditas yang diproksikan dengan Current Ratio (CR). Penelitian ini juga menggunakan inflasi sebagai variabel moderasi untuk menguji apakah kondisi makroekonomi memperkuat atau memperlemah pengaruh fundamental emiten terhadap YTM. Selain itu, variabel kontrol yang digunakan meliputi tenor, ukuran emisi, ukuran perusahaan, dan rating sukuk.

Setelah dilakukan penyaringan berdasarkan kriteria kelengkapan data, sampel akhir penelitian terdiri atas 157 seri sukuk korporasi dari 33 emiten. Sampel tersebut merupakan seri sukuk yang memiliki informasi lengkap terkait variabel penelitian, baik karakteristik penerbitan maupun data keuangan emiten. Ringkasan deskripsi sampel penelitian disajikan pada Tabel 4.1.

Tabel 4. 1**Deskripsi Sampel Penelitian**

Keterangan	Uraian
Objek penelitian	Sukuk korporasi di Indonesia
Periode penelitian	2021-2025
Unit analisis	Seri/ISIN sukuk korporasi
Jumlah observasi	157 seri sukuk
Jumlah emiten	33 emiten
Jenis data	Data sekunder
Variabel dependen	Yield to Maturity
Variabel independen utama	DER, ROA, CR
Variabel moderasi	Inflasi
Variabel kontrol	Tenor, LnIssueSize, LnTotalAsset, Rating Score
Metode estimasi utama	Pooled OLS dengan efek tetap tahun
Standard error	Clustered standard errors pada level emiten

Sumber: IDX, laporan keuangan emiten, BPS/BI, diolah dengan Rstudio (Lampiran 1).

Berdasarkan Tabel 4.1, jumlah observasi akhir yang digunakan dalam penelitian ini adalah 157 seri sukuk korporasi. Jumlah tersebut merupakan hasil penyaringan dari populasi sukuk korporasi yang diterbitkan melalui penawaran umum selama periode 2021-2025. Penggunaan unit analisis pada level seri sukuk memungkinkan penelitian menangkap variasi karakteristik antarseri, seperti perbedaan YTM, tenor, nilai emisi, dan rating. Hal ini penting karena YTM pada

saat penerbitan tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi fundamental emiten, tetapi juga oleh karakteristik spesifik dari setiap seri sukuk.

Distribusi sampel berdasarkan tahun menunjukkan bahwa observasi penelitian tidak tersebar secara merata pada setiap periode. Perbedaan jumlah observasi antar tahun terjadi karena aktivitas penerbitan sukuk korporasi berbeda pada setiap tahun pengamatan. Distribusi sampel berdasarkan tahun disajikan pada Tabel 4.2.

Tabel 4. 2

Distribusi Sampel Berdasarkan Tahun

Tahun	Jumlah Seri Sukuk	Persentase
2021	9	5,73%
2022	20	12,74%
2023	23	14,65%
2024	27	17,20%
2025	78	49,68%
Total	157	100,00%

Sumber: Data sekunder diolah dengan Rstudio (Lampiran 1).

Berdasarkan Tabel 4.2, jumlah observasi terbesar berada pada tahun 2025, yaitu sebanyak 78 seri sukuk atau 49,68% dari total sampel. Sementara itu, jumlah observasi terkecil berada pada tahun 2021, yaitu sebanyak 9 seri sukuk atau 5,73% dari total sampel. Distribusi tersebut menunjukkan bahwa penerbitan sukuk dalam sampel lebih terkonsentrasi pada akhir periode pengamatan. Kondisi ini perlu diperhatikan karena setiap tahun dapat memiliki karakteristik pasar,

kebijakan, dan kondisi makroekonomi yang berbeda. Oleh karena itu, penggunaan efek tetap tahun dalam model penelitian menjadi relevan untuk mengendalikan perbedaan kondisi umum antar tahun yang berpotensi memengaruhi YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

Selain memiliki variasi berdasarkan tahun penerbitan, struktur data penelitian juga menunjukkan bahwa beberapa seri sukuk berasal dari emiten yang sama. Kondisi tersebut menyebabkan observasi dalam satu emiten berpotensi memiliki karakteristik yang saling berkaitan, baik dari sisi fundamental keuangan, reputasi, struktur risiko, maupun persepsi kredit. Untuk mengantisipasi kemungkinan korelasi error antar seri sukuk yang diterbitkan oleh emiten yang sama, penelitian ini menggunakan clustered standard errors pada level emiten. Pendekatan ini digunakan agar inferensi statistik menjadi lebih reliabel karena mempertimbangkan struktur data yang berkelompok.

Secara umum, gambaran objek penelitian menunjukkan bahwa sampel memiliki variasi berdasarkan tahun penerbitan, emiten, dan karakteristik instrumen. Variasi tersebut relevan dengan tujuan penelitian yang menganalisis perbedaan YTM antar seri sukuk korporasi pada saat penerbitan. Dengan 157 observasi dari 33 emiten, data penelitian memiliki struktur lintas seri dan lintas waktu yang sesuai untuk digunakan dalam estimasi regresi sebagaimana dirumuskan dalam metode penelitian. Setelah gambaran umum objek penelitian dijelaskan, pembahasan berikutnya menyajikan statistik deskriptif untuk mengetahui karakteristik numerik masing-masing variabel penelitian.

4.2. Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran awal mengenai karakteristik data penelitian sebelum dilakukan pengujian korelasi, multikolinearitas, dan estimasi regresi. Statistik deskriptif dalam penelitian ini mencakup jumlah observasi, nilai rata-rata, median, standar deviasi, nilai minimum, dan nilai maksimum. Penyajian statistik deskriptif penting untuk mengetahui pola sebaran data, tingkat variasi antarvariabel, serta kemungkinan adanya nilai ekstrem pada variabel penelitian.

Penelitian ini menggunakan 157 observasi seri sukuk korporasi selama periode 2021-2025. Unit analisis berada pada level seri sukuk, sehingga satu emiten dapat memiliki lebih dari satu observasi apabila menerbitkan beberapa seri sukuk dalam periode penelitian. Variabel yang dianalisis meliputi Yield to Maturity (YTM), Debt to Equity Ratio (DER), Return on Assets (ROA), Current Ratio (CR), Inflasi YoY, tenor, ukuran emisi, ukuran perusahaan, dan Rating Score. YTM digunakan sebagai variabel dependen. DER, ROA, dan CR digunakan sebagai variabel independen utama. Inflasi YoY digunakan sebagai variabel moderasi, sedangkan tenor, Ln Issue Size, Ln Total Asset, dan Rating Score digunakan sebagai variabel kontrol. Hasil statistik deskriptif disajikan pada Tabel 4.3.

Tabel 4. 3

Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Mean	Median	Std. Dev	Min	Max
YTM	157	9.17	9.30	1.20	5.50	11.50
DER	157	1.30	0.90	1.09	0.25	7.20

ROA	157	0.06	0.05	0.06	-0.04	0.28
CR	157	1.76	1.73	0.80	0.21	4.38
Inflasi YoY	157	2.49	2.51	1.22	-0.09	5.95
Tenor	157	4.36	4.99	1.60	1.01	10.00
Ln Issue Size	157	25.81	26.13	1.42	18.86	28.16
Ln Total Asset	157	31.32	31.49	1.15	28.41	32.88
Rating Score	157	4.04	4.00	1.37	1.00	8.00

Sumber: Data sekunder diolah dengan Rstudio (Lampiran 4).

Berdasarkan Tabel 4.3, variabel YTM memiliki nilai rata-rata sebesar 9,17 dengan median sebesar 9,30. Kedekatan antara nilai rata-rata dan median menunjukkan bahwa sebaran YTM relatif seimbang di sekitar nilai tengah. Standar deviasi YTM sebesar 1,20 menunjukkan adanya variasi tingkat imbal hasil antarseri sukuk korporasi pada saat penerbitan. Nilai minimum YTM sebesar 5,50 dan nilai maksimum sebesar 11,50 menunjukkan bahwa sukuk korporasi dalam sampel diterbitkan dengan tingkat imbal hasil yang berbeda-beda. Perbedaan tersebut relevan dengan tujuan penelitian karena YTM sebagai variabel dependen diduga dipengaruhi oleh kondisi fundamental emiten, karakteristik penerbitan, rating sukuk, serta kondisi makroekonomi.

Variabel DER memiliki nilai rata-rata sebesar 1,30 dan median sebesar 0,90. Nilai rata-rata yang lebih tinggi dibandingkan median menunjukkan bahwa terdapat beberapa emiten dengan tingkat leverage yang relatif tinggi. Hal ini juga terlihat dari nilai maksimum DER sebesar 7,20. Kondisi tersebut mengindikasikan adanya perbedaan struktur pendanaan antar emiten dalam sampel penelitian. Emiten dengan DER yang lebih tinggi dapat dipersepsikan memiliki risiko

keuangan yang lebih besar karena memiliki ketergantungan lebih tinggi terhadap pendanaan berbasis kewajiban. Oleh karena itu, variasi DER dalam sampel menjadi dasar empiris untuk menguji pengaruh leverage terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

Variabel ROA memiliki nilai rata-rata sebesar 0,06 dan median sebesar 0,05. Nilai tersebut menunjukkan bahwa secara umum emiten dalam sampel memiliki profitabilitas positif. Namun, nilai minimum ROA sebesar -0,04 menunjukkan bahwa terdapat emiten yang mengalami kinerja laba negatif pada periode pengamatan. Sementara itu, nilai maksimum ROA sebesar 0,28 menunjukkan adanya emiten dengan tingkat profitabilitas yang relatif tinggi. Variasi ROA ini penting karena profitabilitas mencerminkan kemampuan emiten dalam menghasilkan laba dari aset yang dimiliki. Emiten dengan profitabilitas yang lebih baik umumnya dipersepsikan memiliki kemampuan pembayaran yang lebih kuat, sehingga dapat menurunkan premi risiko yang diminta investor.

Variabel CR memiliki nilai rata-rata sebesar 1,76 dan median sebesar 1,73. Nilai rata-rata CR yang berada di atas 1 menunjukkan bahwa secara umum emiten memiliki aset lancar yang lebih besar dibandingkan kewajiban lancarnya. Hal ini mengindikasikan bahwa kondisi likuiditas emiten dalam sampel relatif cukup baik secara umum. Namun, nilai minimum CR sebesar 0,21 dan nilai maksimum sebesar 4,38 menunjukkan adanya variasi kemampuan likuiditas antar emiten. Variasi tersebut relevan karena likuiditas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Emiten dengan likuiditas yang lebih

baik dapat dipersepsikan memiliki risiko pembayaran jangka pendek yang lebih rendah.

Variabel Inflasi YoY memiliki nilai rata-rata sebesar 2,49 dengan median sebesar 2,51. Kedekatan nilai rata-rata dan median menunjukkan bahwa inflasi dalam sampel relatif terpusat di sekitar nilai tengah. Namun, standar deviasi sebesar 1,22, nilai minimum sebesar -0,09, dan nilai maksimum sebesar 5,95 menunjukkan bahwa terdapat variasi kondisi inflasi selama periode pengamatan. Variasi inflasi menjadi penting karena dalam penelitian ini inflasi tidak hanya diposisikan sebagai variabel makroekonomi, tetapi juga sebagai variabel moderasi. Dengan demikian, inflasi digunakan untuk menguji apakah kondisi makroekonomi memperkuat atau memperlemah pengaruh DER, ROA, dan CR terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

Variabel tenor memiliki nilai rata-rata sebesar 4,36 tahun dengan median sebesar 4,99 tahun. Nilai tersebut menunjukkan bahwa sukuk korporasi dalam sampel umumnya memiliki jangka waktu menengah. Nilai minimum tenor sebesar 1,01 tahun dan nilai maksimum sebesar 10,00 tahun menunjukkan adanya variasi jangka waktu jatuh tempo antar seri sukuk. Variasi tenor perlu dikontrol karena semakin panjang jangka waktu sukuk, semakin besar ketidakpastian arus kas dan risiko yang dihadapi investor. Oleh karena itu, tenor digunakan sebagai salah satu variabel kontrol dalam model penelitian.

Variabel Ln Issue Size memiliki nilai rata-rata sebesar 25,81 dan median sebesar 26,13. Variabel ini merupakan transformasi logaritma natural dari nilai emisi sukuk. Penggunaan logaritma natural dilakukan untuk menstabilkan skala

data karena nilai emisi sukuk memiliki nominal yang besar dan bervariasi antarseri. Nilai minimum Ln Issue Size sebesar 18,86 dan nilai maksimum sebesar 28,16 menunjukkan adanya perbedaan skala penerbitan sukuk dalam sampel. Ukuran emisi perlu dikontrol karena nilai penerbitan dapat berkaitan dengan persepsi likuiditas instrumen dan kapasitas pasar dalam menyerap sukuk yang diterbitkan.

Variabel Ln Total Asset memiliki nilai rata-rata sebesar 31,32 dan median sebesar 31,49. Variabel ini merupakan transformasi logaritma natural dari total aset emiten. Penggunaan logaritma natural bertujuan untuk menyesuaikan skala data total aset yang memiliki nominal besar dan berbeda antar emiten. Nilai minimum Ln Total Asset sebesar 28,41 dan nilai maksimum sebesar 32,88 menunjukkan bahwa sampel penelitian mencakup emiten dengan ukuran perusahaan yang beragam. Ukuran perusahaan perlu dikontrol karena emiten dengan aset yang lebih besar umumnya dipersepsikan memiliki kapasitas keuangan, reputasi, dan akses pendanaan yang lebih baik.

Variabel Rating Score memiliki nilai rata-rata sebesar 4,04 dan median sebesar 4,00. Nilai tersebut menunjukkan bahwa secara umum sukuk dalam sampel berada pada kategori rating menengah berdasarkan skoring yang digunakan dalam penelitian. Nilai minimum Rating Score sebesar 1,00 dan nilai maksimum sebesar 8,00 menunjukkan adanya variasi kualitas peringkat sukuk dalam sampel. Karena skor yang lebih tinggi menunjukkan risiko yang lebih besar, variasi rating ini penting dikontrol dalam model penelitian. Rating Score

digunakan untuk menangkap perbedaan risiko kredit instrumen yang dapat memengaruhi tingkat YTM yang diminta investor pada saat penerbitan.

Secara keseluruhan, hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa data penelitian memiliki variasi yang memadai untuk dianalisis lebih lanjut. YTM sebagai variabel dependen menunjukkan perbedaan tingkat imbal hasil antarseri sukuk korporasi. DER, ROA, dan CR menunjukkan adanya perbedaan kondisi fundamental antar emiten. Inflasi YoY memiliki variasi yang dapat digunakan untuk menguji peran moderasi kondisi makroekonomi. Sementara itu, tenor, ukuran emisi, ukuran perusahaan, dan Rating Score menunjukkan adanya perbedaan karakteristik penerbitan dan risiko instrumen yang perlu dikontrol dalam model. Dengan demikian, data penelitian layak dilanjutkan pada tahap pengujian korelasi, multikolinearitas, dan estimasi regresi.

4.3. Pengujian Awal Data

Pengujian awal data dilakukan untuk memastikan bahwa variabel-variabel penelitian layak digunakan dalam estimasi regresi. Tahap ini mencakup analisis korelasi antarvariabel dan uji multikolinearitas. Analisis korelasi digunakan untuk melihat arah hubungan awal antara variabel penelitian, terutama hubungan antara variabel utama dengan Yield to Maturity (YTM). Sementara itu, uji multikolinearitas digunakan untuk memastikan bahwa antarvariabel independen tidak memiliki hubungan linear yang terlalu tinggi sehingga tidak mengganggu kestabilan estimasi koefisien regresi.

Pengujian awal data penting dilakukan karena penelitian ini menggunakan beberapa variabel independen, variabel moderasi, dan variabel kontrol dalam satu

model. Hubungan yang terlalu kuat antarvariabel penjelas dapat menyebabkan standar error meningkat dan interpretasi koefisien menjadi kurang stabil. Oleh karena itu, sebelum estimasi regresi dilakukan, perlu dipastikan bahwa pola hubungan antarvariabel masih berada pada tingkat yang dapat diterima. Seluruh hasil pengujian awal data dalam penelitian ini diperoleh dari pengolahan data menggunakan RStudio.

4.3.1. Analisis Korelasi Antarvariabel

Analisis korelasi dilakukan untuk memberikan gambaran awal mengenai arah hubungan antarvariabel sebelum dilakukan estimasi regresi. Korelasi tidak digunakan sebagai dasar utama pengujian hipotesis, tetapi dapat memberikan indikasi awal apakah arah hubungan antarvariabel sesuai dengan dugaan teoritis. Dalam penelitian ini, fokus utama analisis korelasi diarahkan pada hubungan antara YTM sebagai variabel dependen dengan DER, ROA, CR, inflasi, dan variabel kontrol.

Berdasarkan hasil pengolahan data, DER memiliki korelasi positif dengan YTM sebesar 0,410. Arah hubungan positif ini menunjukkan bahwa semakin tinggi leverage emiten, YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan cenderung lebih tinggi. Temuan awal ini sesuai dengan dugaan teoritis bahwa leverage yang lebih besar dapat meningkatkan persepsi risiko keuangan emiten. Emiten dengan tingkat kewajiban yang lebih tinggi dapat dipandang memiliki risiko pembayaran yang lebih besar, sehingga investor cenderung meminta imbal hasil yang lebih tinggi. Dengan demikian, hubungan awal antara DER dan YTM sejalan dengan arah hipotesis pertama dalam penelitian ini.

ROA memiliki korelasi negatif dengan YTM sebesar -0,404. Arah hubungan negatif ini menunjukkan bahwa emiten dengan profitabilitas yang lebih tinggi cenderung memiliki YTM yang lebih rendah. Kondisi ini sejalan dengan argumen bahwa profitabilitas yang lebih baik dapat menurunkan persepsi risiko kredit emiten. Perusahaan yang mampu menghasilkan laba lebih baik dipersepsikan memiliki kapasitas yang lebih kuat untuk memenuhi kewajiban pembayaran imbal hasil maupun pokok sukuk. Oleh karena itu, korelasi negatif antara ROA dan YTM memberikan indikasi awal yang sesuai dengan hipotesis kedua.

CR juga memiliki korelasi negatif dengan YTM sebesar -0,430. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi likuiditas emiten, YTM sukuk korporasi cenderung lebih rendah. Secara teoritis, likuiditas yang lebih baik mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Emiten dengan kondisi likuiditas yang lebih kuat dapat dipersepsikan memiliki risiko pembayaran yang lebih rendah, sehingga premi risiko yang diminta investor juga cenderung lebih kecil. Dengan demikian, hubungan negatif antara CR dan YTM mendukung dugaan awal bahwa likuiditas dapat menurunkan YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

Inflasi YoY memiliki korelasi positif dengan YTM sebesar 0,204. Arah hubungan positif ini menunjukkan bahwa kenaikan inflasi cenderung bergerak searah dengan peningkatan YTM, meskipun kekuatan hubungannya relatif lebih lemah dibandingkan DER, ROA, dan CR. Dalam konteks instrumen pendapatan tetap, inflasi dapat memengaruhi ekspektasi investor terhadap nilai riil imbal hasil

yang diterima pada masa mendatang. Namun, dalam penelitian ini inflasi tidak hanya diposisikan sebagai variabel makroekonomi, tetapi juga sebagai variabel moderasi. Oleh karena itu, analisis utama tidak hanya melihat hubungan langsung inflasi terhadap YTM, tetapi juga menguji apakah inflasi memperkuat atau memperlemah pengaruh DER, ROA, dan CR terhadap YTM melalui model regresi interaksi.

Variabel kontrol juga menunjukkan arah hubungan yang beragam dengan YTM. Tenor memiliki korelasi positif sebesar 0,186, yang menunjukkan bahwa sukuk dengan jangka waktu lebih panjang cenderung memiliki YTM lebih tinggi. Hal ini dapat dipahami karena tenor yang lebih panjang umumnya mengandung ketidakpastian arus kas dan risiko waktu yang lebih besar. Ln Issue Size memiliki korelasi negatif sebesar -0,075, yang menunjukkan bahwa ukuran emisi memiliki hubungan awal yang relatif lemah dengan YTM. Ln Total Asset memiliki korelasi negatif sebesar -0,203, yang menunjukkan bahwa emiten dengan ukuran perusahaan lebih besar cenderung memiliki YTM lebih rendah. Sementara itu, Rating Score memiliki korelasi negatif sebesar -0,315 dengan YTM. Hasil ini perlu diinterpretasikan secara hati-hati karena arah korelasi rating sangat bergantung pada sistem skoring yang digunakan dalam penelitian.

Tabel 4. 4

Ringkasan Korelasi Variabel Penelitian dengan YTM

Variabel	Korelasi dengan YTM	Arah Hubungan	Makna
----------	---------------------	---------------	-------

DER	0,410	Positif	Leverage yang lebih tinggi cenderung diikuti YTM yang lebih tinggi
ROA	-0,404	Negatif	Profitabilitas yang lebih tinggi cenderung diikuti YTM yang lebih rendah
CR	-0,430	Negatif	Likuiditas yang lebih tinggi cenderung diikuti YTM yang lebih rendah
Inflasi YoY	0,204	Positif	Inflasi yang lebih tinggi cenderung diikuti YTM yang lebih tinggi
Tenor	0,186	Positif	Tenor yang lebih panjang cenderung diikuti YTM yang lebih tinggi
Ln Issue Size	-0,075	Negatif	Ukuran emisi memiliki hubungan awal yang lemah dengan YTM
Ln Total Asset	-0,203	Negatif	Ukuran perusahaan yang lebih besar cenderung diikuti YTM yang lebih rendah
Rating Score	-0,315	Negatif	Kualitas kredit yang semakin baik (skor tinggi) secara nyata menurunkan YTM.

Sumber: Data sekunder diolah dengan Rstudio (Lampiran 5).

Berdasarkan Tabel 4.4, arah hubungan awal antara variabel utama dan YTM secara umum sesuai dengan ekspektasi penelitian. DER berkorelasi positif dengan YTM, sedangkan ROA dan CR berkorelasi negatif dengan YTM. Hal ini menunjukkan bahwa leverage yang lebih tinggi cenderung berkaitan dengan peningkatan YTM, sementara profitabilitas dan likuiditas yang lebih baik cenderung berkaitan dengan penurunan YTM. Inflasi YoY juga menunjukkan hubungan positif dengan YTM, sehingga memberikan indikasi bahwa kondisi makroekonomi dapat berkaitan dengan pembentukan imbal hasil sukuk korporasi pada saat penerbitan.

Meskipun demikian, hasil korelasi tidak dapat dijadikan dasar akhir untuk menerima atau menolak hipotesis penelitian. Analisis korelasi hanya menunjukkan hubungan dua variabel secara sederhana dan belum mempertimbangkan pengaruh variabel lain, variabel kontrol, struktur data berdasarkan emiten, serta efek tahun. Oleh karena itu, interpretasi utama mengenai pengaruh DER, ROA, CR, dan inflasi terhadap YTM tetap dilakukan melalui estimasi regresi pada bagian berikutnya.

4.3.2. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan linear yang terlalu kuat antarvariabel independen dalam model penelitian. Pengujian ini penting karena multikolinearitas dapat menyebabkan koefisien regresi menjadi tidak stabil, meningkatkan standard error, serta menyulitkan identifikasi pengaruh masing-masing variabel penjelas terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini, uji multikolinearitas dilakukan menggunakan nilai Generalized Variance Inflation Factor (GVIF) dan GVIF adjusted.

Penggunaan GVIF dilakukan karena model penelitian memasukkan variabel tahun sebagai faktor atau variabel kategorik yang memiliki lebih dari satu derajat kebebasan. Oleh karena itu, nilai GVIF adjusted digunakan sebagai dasar interpretasi agar dapat dibandingkan dengan batas umum Variance Inflation Factor (VIF). Secara umum, model dinilai tidak mengalami masalah multikolinearitas serius apabila nilai GVIF adjusted berada di bawah batas 10. Hasil uji multikolinearitas disajikan pada Tabel 4.5.

Tabel 4. 5
Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	GVIF	Df	GVIF Adjusted
DER	1,5083	1	1,2281
ROA	1,3083	1	1,1438
CR	1,9096	1	1,3819
Tenor	1,2019	1	1,0963
Ln Issue Size	1,2578	1	1,1215
Ln Total Asset	1,6773	1	1,2951
Rating Score	1,3926	1	1,1801
Tahun	1,7976	4	1,0761

Sumber: Data sekunder diolah dengan Rstudio (Lampiran 6).

Berdasarkan Tabel 4.5, seluruh nilai GVIF adjusted berada jauh di bawah batas umum 10. Variabel DER memiliki nilai GVIF adjusted sebesar 1,2281, ROA sebesar 1,1438, dan CR sebesar 1,3819. Nilai tersebut menunjukkan bahwa ketiga variabel independen utama tidak memiliki hubungan linear yang terlalu kuat satu sama lain. Dengan demikian, leverage, profitabilitas, dan likuiditas dapat digunakan secara bersama-sama dalam model regresi tanpa menimbulkan masalah multikolinearitas yang serius.

Variabel kontrol juga menunjukkan nilai GVIF adjusted yang rendah. Tenor memiliki nilai GVIF adjusted sebesar 1,0963, Ln Issue Size sebesar 1,1215, Ln Total Asset sebesar 1,2951, dan Rating Score sebesar 1,1801. Hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel kontrol yang digunakan dalam model tidak memiliki hubungan linear yang berlebihan dengan variabel penjelas lainnya.

Variabel tahun yang digunakan sebagai efek tetap tahun juga memiliki nilai GVIF adjusted sebesar 1,0761, sehingga tidak menunjukkan indikasi multikolinearitas serius meskipun dimasukkan sebagai variabel faktor dalam model.

Hasil uji multikolinearitas tersebut menunjukkan bahwa seluruh variabel independen dan variabel kontrol layak digunakan secara bersama-sama dalam estimasi regresi. Rendahnya nilai GVIF adjusted mengindikasikan bahwa hubungan antarvariabel penjelas masih berada pada tingkat yang dapat diterima dan tidak mengganggu kestabilan estimasi model. Dengan demikian, pengaruh DER, ROA, CR, dan variabel kontrol terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan dapat diestimasi tanpa masalah multikolinearitas yang serius.

Secara umum, hasil pengujian awal data menunjukkan bahwa data penelitian layak untuk dianalisis lebih lanjut menggunakan regresi. Analisis korelasi memberikan gambaran awal bahwa DER memiliki hubungan positif dengan YTM, sedangkan ROA dan CR memiliki hubungan negatif dengan YTM. Arah hubungan tersebut sesuai dengan dugaan teoritis dalam penelitian. Sementara itu, hasil uji multikolinearitas menunjukkan bahwa seluruh nilai GVIF adjusted berada di bawah batas umum 10. Oleh karena itu, model penelitian dapat dilanjutkan pada tahap estimasi regresi untuk menguji pengaruh langsung dan pengaruh moderasi sebagaimana dirumuskan dalam hipotesis penelitian.

4.4. Hasil Estimasi Regresi

Hasil estimasi regresi merupakan bagian utama dalam penelitian ini karena digunakan untuk menjawab rumusan masalah dan menguji hipotesis yang telah dirumuskan sebelumnya. Penelitian ini menggunakan dua model estimasi. Model

1 digunakan untuk menguji pengaruh langsung leverage, profitabilitas, dan likuiditas terhadap Yield to Maturity (YTM) sukuk korporasi pada saat penerbitan. Model 2 digunakan untuk menguji peran inflasi sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara DER, ROA, dan CR terhadap YTM.

Estimasi regresi dilakukan menggunakan *pooled Ordinary Least Squares (pooled OLS)* dengan efek tetap tahun dan *clustered standard errors* pada level emiten. Penggunaan efek tetap tahun bertujuan untuk mengontrol perbedaan kondisi umum antar tahun penerbitan yang dapat memengaruhi YTM sukuk korporasi, seperti perubahan kondisi pasar, kebijakan, dan lingkungan makroekonomi. Sementara itu, *clustered standard errors* pada level emiten digunakan karena satu emiten dapat menerbitkan lebih dari satu seri sukuk, sehingga error antarseri sukuk dari emiten yang sama berpotensi saling berkorelasi. Dengan pendekatan tersebut, hasil estimasi diharapkan mampu memberikan inferensi statistik yang lebih reliabel sesuai dengan struktur data penelitian.

Pembahasan hasil regresi disajikan dalam dua bagian. Bagian pertama membahas hasil estimasi Model 1 untuk menguji pengaruh langsung DER, ROA, dan CR terhadap YTM. Bagian kedua membahas hasil estimasi Model 2 untuk menguji apakah inflasi memoderasi pengaruh DER, ROA, dan CR terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

4.4.1. Hasil Estimasi Model 1: Pengaruh Langsung DER, ROA, dan CR terhadap YTM

Model 1 digunakan untuk menguji pengaruh langsung leverage, profitabilitas, dan likuiditas terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan. Leverage diproksikan dengan Debt to Equity Ratio (DER), profitabilitas diproksikan dengan Return on Assets (ROA), dan likuiditas diproksikan dengan Current Ratio (CR). Selain variabel utama tersebut, Model 1 juga memasukkan variabel kontrol berupa tenor, ukuran emisi, ukuran perusahaan, dan Rating Score. Model ini juga dikontrol menggunakan efek tetap tahun untuk menangkap perbedaan kondisi umum antar tahun penerbitan. Hasil estimasi Model 1 disajikan pada Tabel 4.6.

Tabel 4. 6
Hasil Estimasi Model 1

Statistik Model					Nilai
Observasi					157
Fixed Effects					Tahun
Clustered SE					Emiten
RMSE					0,7502
Adjusted R ²					0,5778
Within R ²					0,5501
Variabel	Koefisien	Std. Error	t-statistic	p-value	Keterangan
DER	0,3082	0,0973	3,1668	0,0034	Signifikan positif
ROA	-6,8406	1,2776	-5,3540	0,0000	Signifikan negatif
CR	-0,4515	0,1111	-4,0635	0,0003	Signifikan negatif
Tenor	0,1283	0,0353	3,6384	0,0010	Signifikan positif
Ln Issue Size	-0,0108	0,0365	-0,2950	0,7699	Tidak signifikan
Ln Total Asset	0,1076	0,0820	1,3119	0,1989	Tidak signifikan
Rating Score	-0,2874	0,0492	-5,8467	0,0000	Signifikan negatif

Sumber: Data sekunder diolah dengan Rstudio (Lampiran 7).

Berdasarkan Tabel 4.6, DER berpengaruh positif dan signifikan terhadap YTM dengan koefisien sebesar 0,3082 dan p-value sebesar 0,0034. Hasil ini

menunjukkan bahwa semakin tinggi leverage emiten, semakin tinggi pula YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan. Secara substantif, peningkatan DER mencerminkan semakin besarnya ketergantungan perusahaan terhadap pendanaan berbasis kewajiban dibandingkan ekuitas. Kondisi tersebut dapat meningkatkan persepsi risiko keuangan karena emiten memiliki beban kewajiban yang lebih besar. Investor kemudian merespons peningkatan risiko tersebut dengan meminta kompensasi imbal hasil yang lebih tinggi. Dengan demikian, hasil ini mendukung hipotesis pertama yang menyatakan bahwa leverage berpengaruh positif terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

ROA berpengaruh negatif dan signifikan terhadap YTM dengan koefisien sebesar -6,8406 dan p-value sebesar 0,0000. Temuan ini menunjukkan bahwa emiten dengan profitabilitas yang lebih tinggi cenderung menerbitkan sukuk dengan YTM yang lebih rendah. Profitabilitas yang baik mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dimiliki. Dalam perspektif investor, perusahaan yang memiliki profitabilitas lebih tinggi dipersepsikan memiliki kemampuan pembayaran yang lebih kuat, sehingga risiko kredit yang melekat pada emiten menjadi lebih rendah. Penurunan persepsi risiko tersebut membuat investor bersedia menerima imbal hasil yang lebih rendah. Dengan demikian, hasil ini mendukung hipotesis kedua yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

CR juga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap YTM dengan koefisien sebesar -0,4515 dan p-value sebesar 0,0003. Hasil ini menunjukkan

bahwa semakin tinggi likuiditas emiten, semakin rendah YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan. Likuiditas yang lebih tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek menggunakan aset lancar yang dimiliki. Emiten dengan likuiditas yang baik dapat dipersepsikan memiliki risiko pembayaran jangka pendek yang lebih rendah. Oleh karena itu, investor tidak perlu meminta premi risiko yang terlalu tinggi. Dengan demikian, hasil ini mendukung hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

Hasil estimasi variabel kontrol menunjukkan temuan yang beragam. Tenor berpengaruh positif dan signifikan terhadap YTM dengan koefisien sebesar 0,1283 dan p-value sebesar 0,0010. Hasil ini menunjukkan bahwa sukuk dengan jangka waktu yang lebih panjang cenderung memiliki YTM yang lebih tinggi. Secara teoritis, tenor yang lebih panjang mengandung ketidakpastian arus kas dan risiko waktu yang lebih besar, sehingga investor meminta kompensasi imbal hasil yang lebih tinggi.

Ln Issue Size tidak berpengaruh signifikan terhadap YTM dengan p-value sebesar 0,7699. Hasil ini menunjukkan bahwa ukuran emisi sukuk tidak menjadi faktor utama yang menjelaskan variasi YTM dalam Model 1. Dengan kata lain, besar kecilnya nilai penerbitan sukuk belum tentu secara langsung memengaruhi tingkat imbal hasil yang diminta investor setelah variabel lain dikontrol dalam model.

Ln Total Asset juga tidak berpengaruh signifikan terhadap YTM dengan p-value sebesar 0,1989. Hasil ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan belum

terbukti secara statistik memengaruhi YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan dalam model ini. Meskipun perusahaan dengan aset yang lebih besar dapat dipersepsikan memiliki kapasitas keuangan yang lebih baik, hasil estimasi menunjukkan bahwa pengaruh tersebut tidak cukup kuat secara statistik setelah dikontrol bersama variabel lain.

Rating Score berpengaruh negatif dan signifikan terhadap YTM dengan koefisien sebesar -0,2874 dan p-value sebesar 0,0000. Dalam penelitian ini, skor rating yang lebih besar menunjukkan kualitas rating yang lebih baik, yaitu dari BBB+ sebagai skor terendah hingga AAA sebagai skor tertinggi. Koefisien negatif menunjukkan bahwa semakin baik rating sukuk, semakin rendah YTM yang diminta investor pada saat penerbitan. Hasil ini sesuai dengan konsep risk-return, karena sukuk dengan rating lebih baik dipersepsikan memiliki risiko kredit lebih rendah sehingga investor bersedia menerima imbal hasil yang lebih rendah.

Nilai Adjusted R^2 sebesar 0,5778 menunjukkan bahwa Model 1 mampu menjelaskan sekitar 57,78% variasi YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan. Sementara itu, nilai Within R^2 sebesar 0,5501 menunjukkan bahwa variasi YTM yang dapat dijelaskan oleh variabel dalam model setelah mempertimbangkan efek tetap tahun berada pada tingkat yang cukup baik. Dengan demikian, Model 1 memiliki kemampuan penjelasan yang memadai untuk menguji pengaruh langsung DER, ROA, dan CR terhadap YTM sukuk korporasi.

Secara keseluruhan, hasil estimasi Model 1 menunjukkan bahwa variabel fundamental emiten berperan penting dalam menjelaskan YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan. DER terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap YTM,

sedangkan ROA dan CR terbukti berpengaruh negatif signifikan terhadap YTM. Temuan ini menunjukkan bahwa investor mempertimbangkan kondisi leverage, profitabilitas, dan likuiditas emiten dalam menilai tingkat imbal hasil sukuk di pasar primer. Setelah pengaruh langsung diuji melalui Model 1, analisis selanjutnya dilakukan melalui Model 2 untuk menguji apakah inflasi memoderasi hubungan DER, ROA, dan CR terhadap YTM.

4.4.2. Hasil Estimasi Model 2: Peran Inflasi sebagai Variabel Moderasi

Model 2 digunakan untuk menguji apakah inflasi memoderasi pengaruh DER, ROA, dan CR terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan. Sebelum variabel interaksi dibentuk, DER, ROA, CR, dan inflasi terlebih dahulu dilakukan *mean centering*. Langkah ini dilakukan untuk memudahkan interpretasi koefisien utama dan mengurangi potensi multikolinearitas antara variabel utama dan variabel interaksi. Model 2 memasukkan tiga variabel interaksi, yaitu $DER \times Inflasi$, $ROA \times Inflasi$, dan $CR \times Inflasi$. Hasil estimasi Model 2 disajikan pada Tabel 4.7.

Tabel 4. 7

Hasil Estimasi Model 2

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-statistic	p-value	Keterangan
DER_c	0,3578	0,0565	6,3348	0,0000	Signifikan positif
ROA_c	-7,3419	1,1572	-6,3447	0,0000	Signifikan negatif
CR_c	-0,3437	0,1188	-2,8937	0,0068	Signifikan negatif
Inflasi_c	0,1360	0,0727	1,8698	0,0707	Tidak signifikan
DER $\times$ Inflasi	0,1421	0,0312	4,5568	0,0001	Signifikan positif

ROA $\times$ Inflasi	2,3145	1,0753	2,1525	0,0390	Signifikan positif
CR $\times$ Inflasi	0,1694	0,0604	2,8074	0,0084	Signifikan positif
Tenor	0,1245	0,0359	3,4727	0,0015	Signifikan positif
Ln Issue Size	-0,0003	0,0370	-0,0089	0,9930	Tidak signifikan
Ln Total Asset	0,0678	0,0872	0,7779	0,4423	Tidak signifikan
Rating Score	-0,2990	0,0440	-6,7881	0,0000	Signifikan negatif
Statistik Model	Nilai				
Observasi	157				
Fixed Effects	Tahun				
Clustered SE	Emiten				
RMSE	0,7162				
Adjusted R ²	0,6043				
Within R ²	0,5899				

Sumber: Data sekunder diolah dengan Rstudio (Lampiran 8).

Berdasarkan Tabel 4.7, DER_c berpengaruh positif dan signifikan terhadap YTM dengan koefisien sebesar 0,3578 dan p-value sebesar 0,0000. Hasil ini menunjukkan bahwa pada saat inflasi berada pada nilai rata-ratanya, leverage tetap berpengaruh dalam meningkatkan YTM sukuk korporasi. Artinya, semakin tinggi DER emiten, semakin tinggi pula imbal hasil yang diminta investor pada saat penerbitan sukuk.

ROA_c berpengaruh negatif dan signifikan terhadap YTM dengan koefisien sebesar -7,3419 dan p-value sebesar 0,0000. Hasil ini menunjukkan bahwa pada saat inflasi berada pada nilai rata-ratanya, profitabilitas tetap berperan dalam menurunkan YTM. Emiten dengan profitabilitas yang lebih tinggi

dipersepsikan memiliki kemampuan keuangan yang lebih baik, sehingga risiko kredit yang dinilai investor menjadi lebih rendah.

CR_c juga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap YTM dengan koefisien sebesar -0,3437 dan p-value sebesar 0,0068. Hasil ini menunjukkan bahwa pada kondisi inflasi rata-rata, likuiditas yang lebih baik cenderung menurunkan YTM sukuk korporasi. Emiten dengan Current Ratio yang lebih tinggi dipersepsikan memiliki kemampuan yang lebih baik dalam memenuhi kewajiban jangka pendek, sehingga premi risiko yang diminta investor menjadi lebih rendah.

Inflasi_c memiliki koefisien positif sebesar 0,1360 dengan p-value 0,0707. Karena p-value $> 0,05$, pengaruh langsung inflasi terhadap YTM tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Namun, arah koefisien positif menunjukkan kecenderungan bahwa inflasi yang lebih tinggi berkaitan dengan YTM yang lebih tinggi. Oleh karena itu, interpretasi utama inflasi dalam penelitian ini lebih difokuskan pada perannya sebagai variabel moderasi.

Interaksi $DER \times Inflasi$ berpengaruh positif dan signifikan terhadap YTM dengan koefisien sebesar 0,1421 dan p-value sebesar 0,0001. Hasil ini menunjukkan bahwa inflasi memperkuat pengaruh positif leverage terhadap YTM. Ketika inflasi meningkat, investor menjadi lebih sensitif terhadap risiko leverage karena inflasi dapat meningkatkan tekanan biaya, biaya pendanaan, dan ketidakpastian arus kas emiten. Dengan demikian, emiten dengan DER yang lebih tinggi akan menghadapi tuntutan YTM yang lebih besar pada saat kondisi inflasi meningkat.

Interaksi $ROA \times \text{Inflasi}$ berpengaruh positif dan signifikan terhadap YTM dengan koefisien sebesar 2,3145 dan p-value sebesar 0,0390. Karena pengaruh utama ROA terhadap YTM bernilai negatif, koefisien interaksi yang positif menunjukkan bahwa inflasi memperlemah pengaruh negatif profitabilitas terhadap YTM. Artinya, profitabilitas tetap menurunkan YTM, tetapi kemampuan tersebut menjadi lebih lemah ketika inflasi meningkat. Kondisi ini menunjukkan bahwa pada saat inflasi lebih tinggi, investor tetap meminta kompensasi atas risiko penurunan nilai riil imbal hasil meskipun emiten memiliki profitabilitas yang baik.

Interaksi $CR \times \text{Inflasi}$ juga berpengaruh positif dan signifikan terhadap YTM dengan koefisien sebesar 0,1694 dan p-value sebesar 0,0084. Karena pengaruh utama CR terhadap YTM bernilai negatif, koefisien interaksi positif menunjukkan bahwa inflasi memperlemah pengaruh negatif likuiditas terhadap YTM. Dengan kata lain, likuiditas tetap menjadi faktor yang menurunkan YTM, tetapi pengaruhnya melemah pada saat inflasi meningkat. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam kondisi inflasi yang lebih tinggi, investor tetap menuntut kompensasi imbal hasil tambahan meskipun emiten memiliki likuiditas yang relatif baik.

Variabel kontrol dalam Model 2 menunjukkan hasil yang relatif konsisten dengan Model 1. Tenor berpengaruh positif dan signifikan terhadap YTM, yang menunjukkan bahwa sukuk dengan jangka waktu lebih panjang cenderung memiliki YTM lebih tinggi. Ln Issue Size dan Ln Total Asset tidak berpengaruh signifikan terhadap YTM, sehingga ukuran emisi dan ukuran perusahaan belum

terbukti menjadi penentu utama YTM dalam model ini. Rating Score berpengaruh negatif dan signifikan terhadap YTM. Karena sistem skoring dalam penelitian ini menempatkan rating yang lebih baik pada skor yang lebih tinggi, maka koefisien negatif menunjukkan bahwa semakin baik rating sukuk, semakin rendah YTM yang diminta investor.

Nilai Adjusted R^2 Model 2 sebesar 0,6043, lebih tinggi dibandingkan Adjusted R^2 Model 1 sebesar 0,5778. Peningkatan ini menunjukkan bahwa penambahan variabel inflasi dan interaksi moderasi mampu meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan variasi YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan. Nilai Within R^2 sebesar 0,5899 juga menunjukkan bahwa Model 2 memiliki kemampuan penjelasan yang lebih baik setelah mempertimbangkan efek tetap tahun.

Secara keseluruhan, hasil estimasi Model 2 menunjukkan bahwa inflasi berperan sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara fundamental emiten dan YTM sukuk korporasi. Inflasi memperkuat pengaruh positif DER terhadap YTM, serta memperlemah pengaruh negatif ROA dan CR terhadap YTM. Dengan demikian, kondisi makroekonomi tidak hanya berkaitan langsung dengan YTM, tetapi juga memengaruhi kuat-lemahnya hubungan antara leverage, profitabilitas, dan likuiditas terhadap imbal hasil sukuk korporasi pada saat penerbitan.

4.4.3. Perbandingan Model 1 dan Model 2

Perbandingan Model 1 dan Model 2 dilakukan untuk mengetahui apakah penambahan inflasi dan variabel interaksi meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan YTM sukuk korporasi. Model 1 hanya menguji pengaruh

langsung DER, ROA, dan CR terhadap YTM dengan variabel kontrol dan year fixed effects. Sementara itu, Model 2 menambahkan inflasi sebagai variabel moderasi melalui interaksi $DER \times \text{Inflasi}$, $ROA \times \text{Inflasi}$, dan $CR \times \text{Inflasi}$. Perbandingan kedua model disajikan pada Tabel 4.8 berikut.

Tabel 4. 8

Perbandingan Model 1 dan Model 2

Keterangan	Model 1	Model 2
Observasi	157	157
Fixed Effects Tahun	Ya	Ya
Clustered SE by Emiten	Ya	Ya
Variabel Interaksi	Tidak	Ya
RMSE	0.7502	0.7162
Adjusted R ²	0.5778	0.6043
Within R ²	0.5501	0.5899

Sumber: Data diolah dengan Rstudio (Lampiran 7 dan Lampiran 8).

Berdasarkan Tabel 4.8, Model 2 memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan Model 1. Hal ini terlihat dari nilai Adjusted R² Model 2 sebesar 0,6043, lebih tinggi daripada Model 1 sebesar 0,5778. Selain itu, nilai RMSE Model 2 lebih rendah, yaitu 0,7162 dibandingkan 0,7502 pada Model 1. Peningkatan Adjusted R² dan penurunan RMSE menunjukkan bahwa penambahan variabel inflasi dan interaksi moderasi meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan variasi YTM. Dengan demikian, Model 2 lebih sesuai digunakan untuk menjelaskan pembentukan YTM sukuk korporasi dalam penelitian ini.

4.5. Robustness Check

Robustness check dilakukan untuk menguji konsistensi hasil estimasi utama ketika spesifikasi model diubah. Pengujian ini penting untuk memastikan bahwa temuan penelitian tidak hanya bergantung pada satu bentuk model, tetapi tetap stabil ketika dilakukan pengujian alternatif. Dalam penelitian ini, robustness check dilakukan terhadap Model 2 karena model tersebut merupakan model utama yang memasukkan inflasi sebagai variabel moderasi.

Dua spesifikasi alternatif digunakan. Pertama, Model 2 diestimasi ulang tanpa variabel Rating Score untuk menguji apakah hubungan variabel utama tetap konsisten ketika kualitas kredit sukuk tidak dikontrol secara eksplisit. Kedua, Model 2 diestimasi ulang tanpa year fixed effects untuk melihat apakah hasil tetap stabil tanpa pengendalian perbedaan kondisi umum antar tahun penerbitan. Pemilihan dua spesifikasi tersebut relevan karena rating sukuk dan efek tahun merupakan faktor yang secara teoritis dapat memengaruhi YTM melalui persepsi risiko kredit dan kondisi pasar pada saat penerbitan. Hasil robustness check disajikan pada Tabel 4.9.

Tabel 4. 9

Robustness Check

Variabel	Model 2 Utama	Tanpa Rating	Tanpa Year FE
DER_c	0,3578***	0,2920***	0,3636***
ROA_c	-7,342***	-9,070***	-5,470***
CR_c	-0,3437**	-0,3249.	-0,2904*
Inflasi_c	0,1360.	0,0987	0,2658***
DER × Inflasi	0,1421***	0,1257**	0,1406***

ROA $\times$ Inflasi	2,314*	2,189*	2,043
CR $\times$ Inflasi	0,1694**	0,2279***	0,2011***
Tenor	0,1245**	0,0744*	0,1432**
Ln Issue Size	-0,0003	0,0155	-0,0400
Ln Total Asset	0,0678	-0,0594	0,0832
Rating Score	-0,2990***	-	-0,3470***
Fixed Effects Tahun	Ya	Ya	Tidak
Observasi	157	157	157
R ²	0,6423	0,5633	0,5511
Within R ²	0,5899	0,4993	-

Keterangan: *** signifikan pada 1%; ** signifikan pada 5%; * signifikan pada 10%; . signifikan lemah pada 10%.

Sumber: Data diolah dengan Rstudio (Lampiran 10).

Berdasarkan Tabel 4.9, Model 2 utama memiliki nilai R² sebesar 0,6423. Ketika variabel Rating Score dikeluarkan, nilai R² menurun menjadi 0,5633. Penurunan ini mengindikasikan bahwa rating sukuk memiliki kontribusi penting dalam menjelaskan variasi YTM sukuk korporasi. Secara teoritis, rating mencerminkan kualitas kredit instrumen, sehingga keberadaannya membantu model menangkap perbedaan risiko antar seri sukuk.

Pada model tanpa year fixed effects, nilai R² juga menurun menjadi 0,5511. Hasil ini menunjukkan bahwa pengendalian efek tahun relevan dalam model penelitian. Kondisi pasar, kebijakan, dan lingkungan makroekonomi dapat berbeda antar tahun penerbitan, sehingga *year fixed effects* diperlukan untuk mengontrol faktor umum tahunan yang berpotensi memengaruhi YTM.

Dari sisi variabel utama, hasil robustness check menunjukkan pola yang relatif konsisten. DER tetap berkoefisien positif dan signifikan pada seluruh spesifikasi model. ROA juga tetap berkoefisien negatif dan signifikan, baik pada Model 2 utama, model tanpa Rating Score, maupun model tanpa year fixed effects. Sementara itu, CR tetap memiliki arah negatif pada seluruh model, meskipun signifikansinya melemah pada model tanpa Rating Score. Konsistensi arah ini menunjukkan bahwa pengaruh fundamental emiten terhadap YTM tidak hanya muncul pada spesifikasi utama, tetapi juga tetap bertahan pada model alternatif.

Hasil pengujian variabel interaksi menunjukkan bahwa interaksi $DER \times$ Inflasi tetap positif dan signifikan pada seluruh spesifikasi. Temuan ini memperkuat bukti bahwa inflasi memperkuat pengaruh positif leverage terhadap YTM. Interaksi $CR \times$ Inflasi juga tetap positif dan signifikan pada seluruh model, sehingga hasil bahwa inflasi memperlemah pengaruh negatif likuiditas terhadap YTM dapat dinilai cukup stabil. Namun, interaksi $ROA \times$ Inflasi menjadi tidak signifikan pada model tanpa year fixed effects, meskipun arah koefisiennya tetap positif. Dengan demikian, hasil moderasi inflasi pada hubungan profitabilitas terhadap YTM perlu diinterpretasikan secara lebih hati-hati.

Secara keseluruhan, robustness check menunjukkan bahwa hasil utama penelitian relatif stabil. Model utama tetap menjadi spesifikasi yang paling sesuai karena memasukkan kontrol yang relevan secara teoritis, yaitu Rating Score dan year fixed effects, serta memiliki kemampuan penjelasan yang lebih tinggi dibandingkan model alternatif. Temuan yang paling robust terdapat pada pengaruh

DER, ROA, interaksi $DER \times \text{Inflasi}$, dan interaksi $CR \times \text{Inflasi}$. Sementara itu, moderasi inflasi pada hubungan ROA terhadap YTM tetap didukung oleh model utama, tetapi memiliki sensitivitas terhadap perubahan spesifikasi model.

4.6. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan untuk menjawab rumusan masalah penelitian mengenai pengaruh leverage, profitabilitas, dan likuiditas terhadap Yield to Maturity sukuk korporasi pada saat penerbitan, serta peran inflasi sebagai variabel moderasi. Pengujian hipotesis didasarkan pada arah koefisien, nilai p-value, dan kesesuaian hasil estimasi dengan arah hubungan yang dirumuskan dalam hipotesis. Hipotesis H1 sampai H3 diuji menggunakan hasil Model 1, sedangkan hipotesis H4 sampai H6 diuji menggunakan hasil Model 2 yang memasukkan variabel interaksi. Pada tingkat signifikansi 5%, hipotesis dinyatakan diterima apabila koefisien memiliki arah sesuai dengan hipotesis dan nilai p-value lebih kecil dari 0,05. Ringkasan hasil pengujian hipotesis disajikan pada Tabel 4.10.

Tabel 4. 10

Ringkasan Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Pernyataan Hipotesis	Koefisien	p-value	Keputusan
H1	DER berpengaruh positif terhadap YTM	0.3082	0.0034	Diterima
H2	ROA berpengaruh negatif terhadap YTM	-6.8406	0.0000	Diterima
H3	CR berpengaruh negatif terhadap YTM	-0.4515	0.0003	Diterima

H4	Inflasi memperkuat pengaruh positif DER terhadap YTM	0.1421	0.0001	Diterima
H5	Inflasi memperlemah pengaruh negatif ROA terhadap YTM	2.3145	0.0390	Diterima
H6	Inflasi memperlemah pengaruh negatif CR terhadap YTM	0.1694	0.0084	Diterima

Sumber: Data diolah dengan Rstudio (Lampiran 7 dan Lampiran 8).

H1: Leverage Berpengaruh Positif dan Signifikan terhadap *Yield to Maturity* Sukuk Korporasi pada Saat Penerbitan

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa variabel *leverage* yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,3082 dengan *p-value* sebesar 0,0034. Nilai *p-value* $0,0034 < 0,05$ menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Yield to Maturity* (YTM) sukuk korporasi pada saat penerbitan. Secara statistik, setiap kenaikan satu satuan DER diasosiasikan dengan peningkatan YTM sebesar 0,3082 satuan, dengan asumsi variabel lain dalam model konstan. Secara substantif, emiten dengan tingkat *leverage* yang tinggi dipersepsikan memiliki risiko keuangan yang lebih besar, sehingga investor menuntut premi risiko (*risk premium*) yang lebih tinggi di pasar perdana. Dengan demikian, H1 dinyatakan diterima.

H2: Profitabilitas Berpengaruh Negatif dan Signifikan terhadap *Yield to Maturity* Sukuk Korporasi pada Saat Penerbitan

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa variabel profitabilitas yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA) memiliki nilai koefisien regresi sebesar -6,8406 dengan *p-value* sebesar 0,0000. Nilai *p-value* $0,0000 < 0,05$

menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Yield to Maturity* (YTM) sukuk korporasi pada saat penerbitan. Secara statistik, setiap kenaikan satu satuan ROA diasosiasikan dengan penurunan YTM sebesar 6,8406 satuan, dengan asumsi variabel lain dalam model konstan. Secara substantif, emiten dengan tingkat profitabilitas yang tinggi dinilai memiliki kapasitas keuangan yang kuat dalam memenuhi kewajiban pembayaran sukuk, sehingga risiko kredit emiten dinilai lebih rendah dan investor cenderung menuntut premi risiko (*risk premium*) yang lebih rendah di pasar perdana. Dengan demikian, H2 dinyatakan diterima.

H3: Likuiditas Berpengaruh Negatif dan Signifikan terhadap *Yield to Maturity* Sukuk Korporasi pada Saat Penerbitan

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa variabel likuiditas yang diproksikan dengan *Current Ratio* (CR) memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0,4515 dengan *p-value* sebesar 0,0003. Nilai *p-value* $0,0003 < 0,05$ menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Yield to Maturity* (YTM) sukuk korporasi pada saat penerbitan. Secara statistik, setiap kenaikan satu satuan CR diasosiasikan dengan penurunan YTM sebesar 0,4515 satuan, dengan asumsi variabel lain dalam model konstan. Secara substantif, emiten dengan kemampuan likuiditas yang lebih baik dipersepsikan memiliki risiko pembayaran jangka pendek yang lebih rendah. Likuiditas yang kuat menjadi sinyal bagi investor mengenai kemampuan emiten dalam memenuhi kewajiban jangka pendek tanpa mengganggu aktivitas operasional utama. Dengan demikian, H3 dinyatakan diterima.

H4: Inflasi Memperkuat Pengaruh Positif *Leverage* terhadap *Yield to Maturity* Sukuk Korporasi pada Saat Penerbitan

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa variabel interaksi antara *leverage* dan inflasi ($DER \times \text{Inflasi}$) memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,1421 dengan *p-value* sebesar 0,0001. Nilai *p-value* $0,0001 < 0,05$ menunjukkan bahwa inflasi secara signifikan memoderasi hubungan antara *leverage* dan *Yield to Maturity* (YTM) sukuk korporasi pada saat penerbitan. Koefisien interaksi yang bernilai positif menunjukkan bahwa inflasi terbukti memperkuat pengaruh positif *leverage* terhadap YTM, dengan asumsi variabel lain dalam model konstan. Artinya, ketika inflasi meningkat, dampak kenaikan *leverage* dalam meningkatkan YTM menjadi semakin besar. Secara substantif, kondisi ini terjadi karena inflasi meningkatkan ketidakpastian nilai pengembalian riil dan membuat investor semakin sensitif terhadap risiko keuangan emiten yang memiliki beban kewajiban tinggi di pasar perdana. Dengan demikian, H4 dinyatakan diterima.

H5: Inflasi Memperlemah Pengaruh Negatif Profitabilitas terhadap *Yield to Maturity* Sukuk Korporasi pada Saat Penerbitan

Hasil pengujian statistik pada model utama menunjukkan bahwa variabel interaksi antara profitabilitas dan inflasi ($ROA \times \text{Inflasi}$) memiliki nilai koefisien regresi sebesar 2,3145 dengan *p-value* sebesar 0,0390. Nilai *p-value* $0,0390 < 0,05$ menunjukkan bahwa inflasi secara signifikan memoderasi hubungan antara profitabilitas dan *Yield to Maturity* (YTM) sukuk korporasi pada saat penerbitan. Koefisien interaksi yang bernilai positif, atau berlawanan arah dengan koefisien utama ROA yang negatif, mengindikasikan bahwa inflasi terbukti memperlemah

pengaruh negatif profitabilitas terhadap YTM, dengan asumsi variabel lain dalam model konstan. Artinya, kemampuan ROA dalam menurunkan YTM menjadi lebih lemah ketika inflasi meningkat. Namun, hasil ini perlu diinterpretasikan secara hati-hati karena pada uji ketahanan (*robustness check*) tanpa *year fixed effects*, interaksi $ROA \times \text{Inflasi}$ menjadi tidak signifikan. Dengan demikian, H5 dinyatakan diterima pada model utama, meskipun interpretasinya perlu dilakukan secara hati-hati karena hasilnya sensitif terhadap perubahan spesifikasi model.

H6: Inflasi Memperlemah Pengaruh Negatif Likuiditas terhadap *Yield to Maturity* Sukuk Korporasi pada Saat Penerbitan

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa variabel interaksi antara likuiditas dan inflasi ($CR \times \text{Inflasi}$) memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,1694 dengan *p-value* sebesar 0,0084. Nilai *p-value* $0,0084 < 0,05$ menunjukkan bahwa inflasi secara signifikan memoderasi hubungan antara likuiditas dan *Yield to Maturity* (YTM) sukuk korporasi pada saat penerbitan. Koefisien interaksi yang bernilai positif, atau berlawanan arah dengan koefisien utama CR yang negatif, mengindikasikan bahwa inflasi terbukti memperlemah pengaruh negatif likuiditas terhadap YTM, dengan asumsi variabel lain dalam model konstan. Artinya, kemampuan likuiditas dalam menurunkan YTM menjadi berkurang pada kondisi ekonomi makro yang mengalami inflasi tinggi. Secara substantif, hal ini menunjukkan bahwa risiko daya beli akibat inflasi membuat investor tetap menuntut kompensasi risiko tambahan meskipun emiten memiliki kondisi likuiditas yang relatif baik di pasar perdana. Dengan demikian, H6 dinyatakan diterima.

Secara keseluruhan, hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa seluruh hipotesis penelitian didukung oleh hasil empiris. DER terbukti meningkatkan YTM, sedangkan ROA dan CR terbukti menurunkan YTM. Inflasi juga terbukti berperan sebagai variabel moderasi pada hubungan DER, ROA, dan CR terhadap YTM. Temuan yang paling kuat terlihat pada H1, H2, H3, H4, dan H6 karena hasilnya konsisten dan signifikan. Sementara itu, H5 tetap diterima berdasarkan model utama, tetapi perlu diberi catatan karena hasil moderasi profitabilitas lebih sensitif terhadap perubahan spesifikasi model.

4.7. Pembahasan Hasil Penelitian

Pembahasan hasil penelitian dilakukan untuk menginterpretasikan temuan empiris berdasarkan teori, hipotesis, penelitian terdahulu, serta konteks penerbitan sukuk korporasi di Indonesia. Penelitian ini menggunakan *Fixed Income Pricing Theory* sebagai dasar utama dalam menjelaskan pembentukan *Yield to Maturity* (YTM) pada instrumen pendapatan tetap. Dalam teori tersebut, YTM dipahami sebagai tingkat imbal hasil yang disyaratkan investor sebagai kompensasi atas nilai waktu uang dan risiko yang melekat pada instrumen. Oleh karena itu, perubahan kondisi fundamental emiten, seperti leverage, profitabilitas, dan likuiditas, dapat memengaruhi persepsi risiko investor yang kemudian tercermin dalam YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor fundamental emiten berperan penting dalam menjelaskan variasi YTM sukuk korporasi. Leverage berpengaruh positif terhadap YTM, sedangkan profitabilitas dan likuiditas berpengaruh negatif terhadap YTM. Selain itu, inflasi terbukti berperan sebagai variabel moderasi

yang mengubah kekuatan hubungan antara fundamental emiten dan YTM. Temuan ini menunjukkan bahwa investor tidak hanya mempertimbangkan kondisi keuangan internal emiten, tetapi juga memperhatikan kondisi makroekonomi ketika menilai risiko sukuk.

Dengan demikian, pembahasan berikut diarahkan untuk menjelaskan makna teoritis, empiris, dan praktis dari setiap temuan penelitian. Pembahasan juga dikaitkan dengan hasil penelitian terdahulu, baik yang sejalan maupun yang berbeda, agar posisi penelitian ini dalam literatur menjadi lebih jelas. Perbedaan hasil dengan penelitian terdahulu dipandang sebagai dasar untuk menunjukkan kontribusi penelitian, terutama karena penelitian ini berfokus pada YTM sukuk korporasi saat penerbitan periode 2021-2025 serta memasukkan inflasi sebagai variabel moderasi.

4.7.1. Pengaruh *Leverage* terhadap YTM Sukuk Korporasi

Hasil estimasi regresi menunjukkan bahwa *leverage* yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Yield to Maturity* (YTM) sukuk korporasi pada saat penerbitan. Artinya, semakin tinggi DER suatu emiten, semakin tinggi pula YTM yang disyaratkan oleh investor di pasar primer. Dengan demikian, hipotesis pertama (H1) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan dinyatakan diterima.

Arah hubungan positif tersebut dapat dijelaskan melalui dua teori yang saling melengkapi, yaitu *Signaling Theory* dan *Fixed Income Pricing Theory*. Melalui *Signaling Theory*, laporan keuangan yang dipublikasikan emiten

berfungsi sebagai sinyal yang dibaca investor untuk menilai kualitas dan risiko perusahaan. DER yang tinggi ditangkap sebagai sinyal negatif karena menunjukkan besarnya ketergantungan emiten pada pembiayaan berbasis utang dibandingkan modal sendiri. Kondisi ini meningkatkan kekhawatiran investor terhadap kemampuan emiten memenuhi kewajiban pembayaran imbal hasil dan nilai pokok sukuk, terutama apabila peningkatan utang tidak diimbangi oleh kemampuan menghasilkan arus kas yang memadai.

Selanjutnya, sinyal negatif tersebut membentuk persepsi investor bahwa risiko kredit emiten meningkat, termasuk potensi *financial distress*. Pada tahap ini, *Fixed Income Pricing Theory* menjelaskan bagaimana persepsi risiko tersebut akhirnya tercermin dalam angka YTM. Teori ini menegaskan bahwa imbal hasil instrumen pendapatan tetap terbentuk sebagai kompensasi atas nilai waktu uang dan risiko yang melekat pada instrumen. Karena investor menilai risiko kredit emiten meningkat akibat tingginya DER, mereka akan menuntut tambahan kompensasi dalam bentuk premi risiko (*risk premium*) yang lebih besar. Pada tahap akhir, premi risiko tersebut tercermin dalam tingkat YTM yang lebih tinggi pada saat penerbitan sukuk. Dengan kata lain, YTM di pasar primer berperan sebagai harga risiko awal yang mencerminkan penilaian investor terhadap kualitas keuangan emiten dan risiko instrumen yang ditawarkan.

Dalam konteks sukuk korporasi, keberadaan akad syariah dan aset pendukung (*underlying asset*) tidak menghilangkan risiko ekonomi emiten sepenuhnya. Investor tetap mempertimbangkan kapasitas arus kas dan struktur keuangan perusahaan penerbit, karena kelancaran pembayaran imbal hasil

periodik dan nilai pokok pada saat jatuh tempo tetap bergantung pada kemampuan emiten dalam memenuhi kewajiban keuangannya. Oleh karena itu, DER menjadi salah satu indikator penting dalam proses penilaian risiko sukuk di pasar primer. Temuan ini menunjukkan bahwa investor sukuk korporasi di Indonesia tidak hanya memperhatikan struktur akad, tetapi juga menilai secara rasional kondisi fundamental emiten sebelum menentukan tingkat imbal hasil yang disyaratkan.

Dari perspektif ekonomi Islam, temuan ini juga selaras dengan prinsip keadilan dan kehati-hatian dalam transaksi keuangan syariah. Ketika emiten memiliki tingkat kewajiban yang lebih tinggi, risiko yang ditanggung investor juga meningkat. Permintaan YTM yang lebih tinggi dapat dipahami sebagai bentuk kompensasi yang wajar atas risiko yang lebih besar, sepanjang proses penerbitan dilakukan secara transparan, adil, dan sesuai dengan prinsip syariah. Hal ini sejalan dengan kaidah *al-ghunm bil ghurm* (keuntungan berjalan bersama risiko) serta prinsip perlindungan harta (*hifzh al-mal*) dalam *maqashid syariah*. Dengan demikian, peningkatan YTM pada emiten dengan DER tinggi tidak hanya dapat dijelaskan secara ekonomi, tetapi juga dapat dipahami sebagai mekanisme kehati-hatian dalam menjaga keadilan antara emiten dan investor.

Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan Ogie dan Laila (2020) yang menunjukkan bahwa DER berpengaruh positif signifikan terhadap imbal hasil sukuk ijarah korporasi, serta konsisten dengan penelitian Setiyani dan Baihaqi (2019) yang menemukan bahwa solvabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *yield* sukuk. Dalam konteks instrumen pendapatan tetap yang lebih luas, hasil ini juga didukung oleh Bonowati dan Sihombing (2023) yang menunjukkan

bahwa *leverage* berperan dalam menjelaskan YTM obligasi korporasi. Kesamaan hasil tersebut memperkuat argumentasi bahwa struktur kewajiban perusahaan merupakan salah satu faktor fundamental utama yang diperhatikan investor dalam menentukan tingkat imbal hasil yang diminta.

Meskipun demikian, hasil penelitian ini tidak sepenuhnya sejalan dengan Syakdiyah dan Putra (2021) yang menemukan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *sukuk yield*. Perbedaan hasil ini diduga disebabkan oleh perbedaan desain model, di mana penelitian Syakdiyah dan Putra (2021) menempatkan *rating* sukuk sebagai variabel *intervening* antara *leverage* dan *yield*, sehingga efek *leverage* terlebih dahulu disaring melalui penilaian *rating* sebelum berdampak pada *yield*. Sementara itu, penelitian ini menguji pengaruh DER secara langsung terhadap YTM pada saat penerbitan di pasar primer tanpa variabel perantara. Perbedaan desain ini menjelaskan mengapa efek *leverage* yang terdeteksi pada penelitian ini bersifat langsung dan signifikan, sedangkan pada penelitian Syakdiyah dan Putra (2021) efek tersebut menjadi tidak signifikan karena sebagian besar pengaruhnya telah dijelaskan melalui *rating* sukuk.

Secara keseluruhan, dalam konteks pasar primer sukuk korporasi di Indonesia periode penelitian ini, pengaruh positif DER terhadap YTM menunjukkan bahwa investor cukup sensitif terhadap sinyal struktur modal emiten. Kenaikan DER lebih dominan dipersepsikan sebagai peningkatan beban kewajiban dan risiko keuangan, bukan semata-mata sebagai sinyal ekspansi usaha. Secara praktis, hasil ini memberikan implikasi bahwa emiten perlu mengelola struktur modal secara hati-hati sebelum melakukan penerbitan sukuk, karena

tingkat *leverage* yang tinggi dapat meningkatkan biaya pendanaan (*cost of fund*). Bagi investor, DER dapat digunakan sebagai salah satu indikator awal dalam menilai risiko kredit emiten sebelum mengambil keputusan investasi pada sukuk korporasi.

4.7.2. Pengaruh Profitabilitas terhadap YTM Sukuk Korporasi

Hasil estimasi regresi menunjukkan bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Yield to Maturity* (YTM) sukuk korporasi pada saat penerbitan. Temuan ini menunjukkan bahwa semakin tinggi ROA emiten, semakin rendah YTM sukuk yang disyaratkan oleh investor di pasar primer. Dengan demikian, hipotesis kedua (H2) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan dinyatakan diterima.

Arah hubungan negatif tersebut dapat dijelaskan melalui dua teori yang saling melengkapi, yaitu *Signaling Theory* dan *Fixed Income Pricing Theory*. Pertama, melalui *Signaling Theory*, ROA yang tinggi berfungsi sebagai sinyal fundamental positif yang menunjukkan kualitas kinerja keuangan emiten. Kenaikan ROA mencerminkan kemampuan emiten dalam mengelola aset secara efektif untuk menghasilkan laba. Sinyal positif ini memberi tahu investor bahwa perusahaan memiliki kinerja operasional yang sehat, kapasitas laba yang lebih baik, serta kemampuan yang lebih kuat dalam menjaga arus kas. Kondisi tersebut secara langsung menurunkan kekhawatiran investor terhadap risiko gagal bayar (*default risk*) atas instrumen sukuk yang ditawarkan.

Selanjutnya, dalam perspektif *Fixed Income Pricing Theory*, penurunan risiko keuangan emiten akibat sinyal positif profitabilitas tersebut tercermin dalam penurunan premi risiko yang diminta investor. Teori ini menjelaskan bahwa tingkat YTM yang disyaratkan investor merupakan gabungan dari tingkat imbal hasil bebas risiko dan premi risiko (*risk premium*). Pada tahap akhir, karena profitabilitas emiten yang meningkat membuat risiko kredit dipersepsikan lebih rendah, investor tidak perlu menuntut kompensasi risiko yang besar di pasar primer, sehingga tingkat YTM yang terbentuk pada saat penerbitan cenderung menurun.

Dalam konteks sukuk korporasi, struktur berbasis akad dan keberadaan aset pendukung (*underlying asset*) tidak menghilangkan pentingnya kinerja profitabilitas emiten. Investor tetap memperhatikan kemampuan perusahaan penerbit dalam menghasilkan laba, karena kelancaran pembayaran imbal hasil dan nilai pokok sukuk tetap berkaitan dengan kapasitas keuangan serta keberlanjutan arus kas perusahaan. Oleh karena itu, ROA menjadi salah satu indikator fundamental yang relevan dalam menilai kualitas emiten. Temuan ini menunjukkan bahwa investor sukuk korporasi tidak hanya mempertimbangkan struktur akad, tetapi juga merespons kinerja laba sebagai sinyal penting dalam menentukan tingkat imbal hasil yang disyaratkan.

Dari perspektif ekonomi Islam, temuan ini selaras dengan prinsip amanah, efisiensi, dan pengelolaan harta secara produktif. Profitabilitas yang baik dapat dipahami sebagai indikasi bahwa emiten mampu mengelola aset secara bertanggung jawab dan tidak menyia-nyiakan sumber daya yang dipercayakan

kepadanya. Dalam keuangan syariah, pengelolaan dana investasi harus dilakukan secara transparan, produktif, dan sesuai prinsip amanah. Oleh karena itu, emiten yang mampu menghasilkan laba dengan baik dapat dipersepsikan memiliki kualitas pengelolaan yang lebih tinggi, sehingga investor lebih percaya terhadap kemampuan emiten dalam memenuhi kewajiban sukuk. Hal ini sejalan dengan prinsip amanah dalam QS. Al-Anfal: 27, yang menekankan larangan mengkhianati amanah yang telah diberikan dalam konteks pertanggungjawaban publik.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Syakdiyah dan Putra (2021) yang menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap *sukuk yield*. Temuan tersebut mendukung hasil penelitian ini bahwa ROA merupakan salah satu informasi fundamental penting yang digunakan investor untuk menilai tingkat kesehatan keuangan emiten sebelum berinvestasi pada instrumen pendapatan tetap syariah. Semakin tinggi profitabilitas emiten, semakin rendah risiko kredit yang dipersepsikan investor, sehingga semakin rendah pula imbal hasil yang diminta di pasar.

Meskipun demikian, hasil penelitian terdahulu mengenai pengaruh profitabilitas terhadap *yield* sukuk belum sepenuhnya konsisten. Setiyani, Baihaqi, dan Supriyadi (2019), dengan sampel 9 perusahaan dan 34 sukuk pada periode 2014–2017, menemukan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap *yield* sukuk. Mereka berargumen bahwa investor tetap menerima imbal hasil dan *fee* yang telah ditentukan di muka terlepas dari besarnya laba perusahaan, sehingga ROA tidak banyak memengaruhi penetapan *yield*. Argumen

tersebut berbeda dari logika *risk-premium* yang mendasari penelitian ini, di mana ROA justru dianggap sebagai sinyal risiko kredit yang aktif diperhitungkan investor. Sementara itu, Ogie dan Laila (2020) dalam penelitian pada sukuk ijarah korporasi periode 2015–2018 juga menunjukkan bahwa ROA berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap imbal hasil sukuk. Perbedaan tingkat signifikansi antar-penelitian ini diduga kuat dipengaruhi oleh variasi periode pengamatan, jenis akad sukuk, karakteristik emiten, kondisi makroekonomi, serta perbedaan spesifikasi model penelitian yang digunakan.

Secara keseluruhan, dalam konteks pasar primer sukuk korporasi di Indonesia pada periode penelitian ini, pengaruh negatif ROA terhadap YTM menegaskan bahwa investor bertindak rasional dengan mempertimbangkan kualitas profitabilitas emiten. Emiten yang mampu menghasilkan laba lebih tinggi dianggap memiliki kapasitas keuangan yang lebih kuat untuk mendukung kelancaran pembayaran sukuk pada masa mendatang. Secara praktis, temuan ini memberikan implikasi bahwa emiten perlu meningkatkan efisiensi operasional dan kinerja aset agar dapat menekan biaya pendanaan (*cost of fund*) melalui pembentukan YTM yang lebih kompetitif. Bagi investor, ROA dapat digunakan sebagai salah satu indikator fundamental dalam menilai kelayakan investasi dan kewajaran imbal hasil sukuk korporasi.

4.7.3. Pengaruh Likuiditas terhadap YTM Sukuk Korporasi

Hasil estimasi regresi menunjukkan bahwa likuiditas yang diproksikan dengan *Current Ratio* (CR) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Yield to Maturity* (YTM) sukuk korporasi pada saat penerbitan. Temuan ini menunjukkan

bahwa semakin tinggi tingkat likuiditas emiten, semakin rendah YTM sukuk yang disyaratkan oleh investor di pasar primer. Dengan demikian, hipotesis ketiga (H3) yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan dinyatakan diterima.

Arah hubungan negatif tersebut dapat dijelaskan melalui dua teori yang saling melengkapi, yaitu *Signaling Theory* dan *Fixed Income Pricing Theory*. Pertama, melalui *Signaling Theory*, tingkat likuiditas perusahaan berfungsi sebagai sinyal fundamental positif mengenai ketahanan keuangan jangka pendek emiten. CR yang tinggi menunjukkan bahwa emiten memiliki aset lancar yang relatif memadai untuk memenuhi kewajiban lancar yang segera jatuh tempo. Sinyal positif ini memberi tahu investor bahwa emiten memiliki manajemen modal kerja yang sehat dan fleksibilitas arus kas yang lebih baik. Kondisi tersebut menurunkan kekhawatiran investor terhadap risiko keterlambatan pembayaran imbal hasil periodik maupun gangguan terhadap aktivitas operasional utama emiten.

Selanjutnya, dalam perspektif *Fixed Income Pricing Theory*, penurunan risiko jangka pendek akibat sinyal likuiditas yang baik tersebut tercermin dalam pembentukan imbal hasil instrumen pendapatan tetap. Teori ini menegaskan bahwa tingkat YTM terbentuk sebagai kompensasi atas nilai waktu uang dan berbagai risiko yang melekat pada instrumen, termasuk risiko kredit (*credit risk*) dan risiko likuiditas. Ketika emiten menunjukkan CR yang sehat, investor mempersepsikan risiko pembayaran jangka pendek berada pada tingkat yang lebih rendah. Pada tahap akhir, penurunan persepsi risiko ini mendorong investor

menurunkan tuntutan premi risiko di pasar primer, sehingga tingkat YTM sukuk yang terbentuk pada saat penerbitan menjadi lebih rendah.

Dalam konteks sukuk korporasi, struktur berbasis akad dan keberadaan aset pendukung (*underlying asset*) tidak menghilangkan pentingnya kemampuan likuiditas emiten. Investor tetap menilai kapasitas perusahaan penerbit dalam menjaga kecukupan aset lancar dan kelancaran arus kas, karena pembayaran imbal hasil serta nilai pokok sukuk tetap bergantung pada kemampuan emiten memenuhi komitmen keuangannya. Oleh karena itu, CR menjadi indikator penting dalam menilai kemampuan jangka pendek emiten sebelum sukuk diterbitkan di pasar primer. Temuan ini menunjukkan bahwa investor tidak hanya memperhatikan aspek kepatuhan syariah instrumen, tetapi juga mempertimbangkan kesehatan likuiditas emiten sebagai dasar penentuan YTM.

Dari perspektif ekonomi Islam, temuan ini selaras dengan prinsip amanah, kehati-hatian, dan kewajiban memenuhi hak pihak lain secara tepat waktu. Likuiditas yang baik mencerminkan kesiapan emiten dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya secara bertanggung jawab. Dalam hukum Islam, penundaan pembayaran kewajiban oleh pihak yang mampu dipandang sebagai tindakan yang tidak sesuai dengan prinsip keadilan dalam muamalah. Hal ini bersandar pada sabda Rasulullah SAW:

مَطْلُ الْعَنِيِّ ظُلْمٌ، فَإِذَا أُتْبِعَ أَحَدُكُمْ عَلَى مَلِيٍّ فَلْيَتَّبِعْ

“Penundaan (pembayaran utang) oleh orang yang kaya (mampu) adalah suatu kezaliman. Maka jika salah seorang di antara kamu dialihkan utangnya kepada orang yang kaya (mampu), hendaklah ia menerima pengalihan tersebut.” (HR. Al-Bukhari No. 2287 dan Muslim No. 1564).

Berdasarkan hadis shahih tersebut, emiten yang memiliki likuiditas rendah namun menunda pemenuhan kewajibannya dapat dikategorikan melakukan tindakan kezaliman ekonomi. Sebaliknya, emiten yang mampu menjaga likuiditas secara memadai dipersepsikan lebih amanah dalam memenuhi komitmen keuangannya. Nilai amanah ini mereduksi persepsi risiko di mata investor, sehingga mereka bersedia menerima tingkat YTM yang lebih rendah karena risiko keterlambatan pembayaran dianggap minimal.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang menempatkan likuiditas sebagai faktor fundamental penting dalam menjelaskan risiko dan imbal hasil sukuk. Syakdiyah dan Putra (2021) menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh signifikan terhadap *sukuk yield*. Temuan tersebut memperkuat hasil penelitian ini bahwa informasi likuiditas internal perusahaan menjadi salah satu indikator utama yang dipertimbangkan investor dalam menilai kemampuan emiten sebelum berinvestasi pada instrumen sukuk. Selain itu, penelitian Rachman (2022) juga menegaskan bahwa likuiditas merupakan indikator risiko keuangan yang relevan dalam penilaian instrumen sukuk di pasar modal.

Meskipun demikian, hasil penelitian terdahulu mengenai peran likuiditas pada instrumen sukuk tidak selalu seragam, karena sebagian penelitian menempatkan likuiditas sebagai determinan *rating* sukuk, bukan determinan *yield* secara langsung. Rukmana dan Laila (2020), misalnya, menggunakan 115 sampel

sukuk korporasi periode 2014-2018 dan menemukan bahwa likuiditas merupakan salah satu faktor signifikan yang memengaruhi probabilitas tinggi-rendahnya *rating* sukuk, bukan *yield*-nya secara langsung. Perbedaan desain ini penting untuk dipahami; pada penelitian Rukmana dan Laila (2020), pengaruh likuiditas terhadap risiko emiten tersaring lebih dulu melalui proses pemeringkatan oleh lembaga *rating*, sedangkan pada penelitian ini, CR diuji secara langsung terhadap YTM tanpa variabel perantara. Perbedaan desain inilah yang menjelaskan mengapa keduanya tetap konsisten secara substansi bahwa likuiditas relevan sebagai indikator risiko, meski jalur pengaruhnya terhadap harga sukuk berbeda.

Secara keseluruhan, dalam konteks pasar primer sukuk korporasi di Indonesia pada periode penelitian ini, pengaruh negatif CR terhadap YTM membuktikan bahwa investor memperhatikan indikator ketahanan keuangan jangka pendek emiten secara langsung tanpa perlu menunggu konfirmasi dari lembaga pemeringkat. Secara praktis, temuan ini memberikan implikasi bahwa emiten perlu menjaga keseimbangan aset lancar dan kewajiban lancar secara proporsional. Kondisi likuiditas yang baik terbukti dapat menekan biaya pendanaan (*cost of fund*) melalui pembentukan YTM yang lebih kompetitif. Bagi investor, CR dapat digunakan sebagai alat penyaring awal (*screening tool*) untuk mengukur kemampuan emiten dalam memenuhi komitmen keuangannya sebelum mengambil keputusan investasi pada sukuk korporasi.

4.7.4. Peran Inflasi dalam Memoderasi Pengaruh *Leverage* terhadap YTM

Hasil estimasi regresi menunjukkan bahwa variabel interaksi antara *Debt to Equity Ratio* (DER) dan inflasi ($DER \times \text{Inflasi}$) berpengaruh positif dan

signifikan terhadap *Yield to Maturity* (YTM) sukuk korporasi pada saat penerbitan. Artinya, inflasi tidak hanya berdiri sebagai faktor makro yang terpisah, tetapi secara aktif memperkuat pengaruh *leverage* terhadap YTM. Dengan demikian, hipotesis keempat (H4) yang menyatakan bahwa inflasi memperkuat pengaruh positif *leverage* terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan dinyatakan diterima. Temuan ini mengindikasikan bahwa risiko *leverage* dan risiko inflasi tidak bekerja secara terpisah di pasar primer, melainkan saling memperkuat dalam membentuk persepsi risiko investor dari sumber risiko hingga dampaknya pada penetapan YTM.

Secara teoretis, mekanisme penguatan ini dapat ditinjau terlebih dahulu dari sisi inflasi melalui pendekatan *Fisher Effect*. Kenaikan inflasi secara alamiah menurunkan daya beli riil investor karena nilai riil dari arus kas yang akan diterima di masa depan menjadi lebih kecil. Untuk menjaga agar tingkat pengembalian riil (*real return*) mereka tetap terlindungi, investor menuntut tambahan kompensasi berupa premi inflasi (*inflation premium*).

Selanjutnya, jika ditinjau dari sisi internal emiten merujuk pada *Signaling Theory*, nilai DER yang tinggi sejak awal sudah merupakan sinyal negatif (*bad signal*) karena menunjukkan besarnya ketergantungan perusahaan pada pembiayaan berbasis utang. Kondisi makro berupa inflasi yang tinggi kemudian memperburuk sinyal negatif tersebut karena inflasi cenderung meningkatkan biaya operasional, menekan margin laba, menambah kebutuhan modal kerja, serta memperbesar biaya pendanaan emiten.

Mekanisme penguatan multiplikatif ini didukung oleh literatur keuangan internasional dari Hatzinikolaou, Katsimbris, dan Noulas (2002). Dalam kajiannya terhadap determinan struktur modal perusahaan-perusahaan *Dow Jones Industrial*, mereka menjelaskan bahwa ketidakpastian inflasi meningkatkan risiko bisnis perusahaan (*business risk*), yaitu volatilitas pendapatan operasional akibat fluktuasi volume penjualan serta struktur harga dan biaya. Risiko bisnis tersebut akan semakin besar pada perusahaan dengan tingkat *leverage* yang sudah tinggi sejak awal. Selain itu, ketidakpastian inflasi meningkatkan risiko suku bunga yang mendorong kenaikan biaya utang (*cost of debt*) perusahaan. Kerangka teoretis ini menegaskan bahwa dampak inflasi terhadap risiko perusahaan berinteraksi kuat dengan tingkat *leverage* emiten, yang secara empiris terkonfirmasi dalam penelitian ini di mana pengaruh *leverage* terhadap YTM terbukti menguat signifikan seiring naiknya tingkat inflasi.

Dampak gabungan dari interaksi kedua risiko tersebut pada akhirnya memengaruhi pembentukan YTM berdasarkan *Fixed Income Pricing Theory*. Teori ini menjelaskan bahwa YTM terbentuk dari akumulasi kompensasi atas nilai waktu uang dan premi risiko. Karena pada kondisi inflasi tinggi investor menghadapi tekanan risiko ganda yakni penurunan daya beli makro sekaligus peningkatan risiko kredit dari struktur modal emiten mereka menuntut premi risiko gabungan yang lebih besar daripada sekadar penjumlahan kedua risiko tersebut secara terpisah. Premi gabungan inilah yang tercermin dalam kenaikan YTM yang lebih tajam saat DER yang tinggi berinteraksi dengan tingkat inflasi yang tinggi di pasar primer.

Dari perspektif ekonomi Islam, mekanisme penguatan risiko di atas dapat dipahami sebagai bentuk kehati-hatian (*ihtiyath*) yang dijaga melalui penyesuaian harga YTM demi keadilan transaksi. Ketika tingkat *leverage* tinggi bertemu dengan tekanan inflasi, potensi risiko yang ditanggung oleh investor membesar secara signifikan. Oleh karena itu, tuntutan YTM yang lebih tinggi merupakan mekanisme rasional untuk menjaga keseimbangan hak dan risiko antara emiten dan investor. Prinsip ini sejalan dengan kaidah fikih muamalah *lā ḍarara wa lā ḍirāra* (tidak boleh menimbulkan bahaya maupun membalas bahaya dengan bahaya) serta prinsip perlindungan harta (*hifzh al-mal*) dalam *maqashid syariah* agar tidak ada pihak yang tereksplorasi akibat ketidakpastian ekonomi.

Kontribusi utama yang membedakan penelitian ini dari penelitian terdahulu terletak pada posisi penempatan variabel inflasi di dalam model empiris. Penelitian terdahulu, seperti Ogie dan Laila (2020), telah menunjukkan bahwa DER dan inflasi merupakan determinan penting bagi *yield* sukuk, namun kedua variabel tersebut diuji secara parsial sebagai variabel independen yang berdiri sendiri. Penelitian ini mengambil posisi metodologis yang berbeda dengan menguji inflasi sebagai variabel moderasi yang mengubah kekuatan hubungan antara DER dan YTM, bukan sekadar menambah pengaruh langsungnya sendiri (*aditif*). Temuan ini memberikan kontribusi baru dengan membuktikan bahwa inflasi memperbesar risiko bisnis perusahaan ber*leverage* tinggi secara multiplikatif di pasar modal syariah Indonesia.

Secara praktis, temuan ini membawa dua implikasi yang saling terkait bagi para pelaku pasar. Bagi emiten, hasil ini memberikan peringatan keras bahwa

menambah utang pada saat inflasi sedang meningkat merupakan keputusan pendanaan yang jauh lebih mahal dibandingkan saat inflasi rendah, karena pasar akan meresponsnya dengan YTM yang lebih tinggi. Bagi investor, hasil ini menjadi instrumen analisis bahwa kewajaran YTM sukuk korporasi tidak dapat dinilai secara parsial dari rasio DER emiten saja. Penilaian risiko harus dibaca secara integratif bersamaan dengan kondisi inflasi yang berlaku saat penerbitan, karena pada periode pengamatan 2021-2025, kombinasi kedua faktor inilah yang secara akurat menjelaskan pembentukan harga risiko awal sukuk di pasar primer.

4.7.5. Peran Inflasi dalam Memoderasi Pengaruh Profitabilitas terhadap YTM

Hasil estimasi regresi pada Model 2 menunjukkan bahwa variabel interaksi antara *Return on Assets* (ROA) dan inflasi ($ROA \times \text{Inflasi}$) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Yield to Maturity* (YTM) sukuk korporasi pada saat penerbitan. Temuan ini perlu dibaca bersama dengan koefisien pengaruh utama ROA yang bernilai negatif terhadap YTM. Karena pengaruh utama ROA negatif sedangkan koefisien interaksinya positif, maka secara ekonometrik inflasi terbukti memperlemah pengaruh negatif profitabilitas terhadap YTM. Artinya, emiten dengan profitabilitas tinggi tetap memiliki kemampuan untuk menekan tingkat YTM, tetapi kekuatan pengaruh tersebut menjadi lebih lemah ketika inflasi meningkat. Dengan demikian, hipotesis kelima (H5), yang menyatakan bahwa inflasi memperlemah pengaruh negatif profitabilitas terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan, dinyatakan diterima pada model utama.

Secara konseptual, inti dari temuan ini menunjukkan bahwa keunggulan profitabilitas emiten tidak otomatis bertahan ketika tekanan makroekonomi meningkat. Sinyal positif dari ROA memang tetap ada, tetapi daya lindungnya terhadap YTM mengecil. Untuk menjelaskan mengapa pelemahan ini terjadi, alur analisis dapat dirunut mulai dari sumber sinyal hingga dampaknya pada YTM. Pertama, dari sisi profitabilitas, berdasarkan *Signaling Theory*, ROA yang tinggi merupakan sinyal fundamental positif yang menunjukkan kemampuan emiten menghasilkan laba secara efisien. Dalam kondisi ekonomi makro yang stabil, sinyal ini menurunkan persepsi risiko kredit (*credit risk*) karena investor menilai emiten memiliki kapasitas laba dan arus kas yang lebih kuat untuk memenuhi kewajiban pembayaran sukuk.

Namun demikian, kehadiran inflasi yang tinggi di pasar terbukti mengikis efektivitas sinyal fundamental tersebut. Berdasarkan *Fisher Effect*, inflasi menurunkan daya beli riil dan mengurangi nilai riil dari arus kas nominal yang akan diterima investor di masa depan. Akibatnya, investor cenderung menuntut kompensasi tambahan berupa premi inflasi (*inflation premium*) agar tingkat pengembalian riil (*real return*) mereka tetap terlindungi, terlepas dari seberapa baik kinerja laba emiten saat ini. Hal inilah yang membuat pengaruh ROA pada model interaksi ini berbeda dari pengaruh ROA biasa tanpa moderasi.

Mekanisme pelemahan ini memiliki dasar empiris yang kuat dalam literatur keuangan internasional, salah satunya merujuk pada studi Kang dan Pflueger (2015). Melalui penelitian di *Journal of Finance* terhadap obligasi korporasi di negara maju, mereka menjelaskan bahwa risiko inflasi dapat

meningkatkan *credit spread* melalui dua jalur utama. Pertama, inflasi yang lebih volatil meningkatkan probabilitas perusahaan mengalami *default* karena membesarnya nilai riil kewajiban atau utang nominal. Kedua, ketika inflasi dan arus kas riil perusahaan berkorelasi tinggi, penurunan arus kas riil dan kenaikan kewajiban riil cenderung terjadi bersamaan, sehingga memperbesar risiko *default* dan kerugian riil investor.

Hubungan struktural tersebut membawa implikasi bahwa profitabilitas tinggi yang diukur secara nominal (seperti ROA) tidak serta-merta menjamin kekuatan arus kas riil yang sama ketika inflasi meningkat. Nilai riil dari laba perusahaan justru berpotensi tergerus oleh kenaikan harga-harga secara makro. Pola inilah yang secara empiris konsisten dengan temuan penelitian ini, di mana daya lindung ROA terhadap YTM terbukti melemah pada saat inflasi tinggi. Melalui *Fixed Income Pricing Theory*, YTM sendiri terbentuk dari kombinasi tingkat imbal hasil bebas risiko dan berbagai premi risiko yang melekat pada instrumen.

Oleh karena itu, meskipun emiten memiliki ROA tinggi, investor di pasar primer tetap mempertimbangkan risiko makroekonomi yang dapat mengurangi nilai riil pengembalian investasi. Dampak gabungan ini menyebabkan efektivitas profitabilitas dalam menekan premi risiko total menjadi lebih terbatas di pasar perdana. Alasan tersebut secara teoretis menjawab mengapa pengaruh negatif ROA terhadap YTM menjadi lebih lemah pada saat inflasi meningkat.

Jika ditinjau dari perspektif ekonomi Islam, mekanisme pelemahan ini memberikan sudut pandang teoretis yang unik mengenai pengelolaan risiko.

Profitabilitas yang tinggi tetap mencerminkan kemampuan emiten dalam mengelola aset secara produktif dan bertanggung jawab, sejalan dengan prinsip amanah dan perlindungan harta (*hifzh al-mal*). Namun, pesan yang lebih tepat dari temuan ini bukan tentang sikap investor menuntut kompensasi, melainkan tentang kewajiban emiten untuk merencanakan ketahanan finansial melampaui kinerja laba musiman.

Dalam hal ini, kisah Nabi Yusuf dalam QS. Yusuf: 47–48 lebih relevan dibaca sebagai nasihat bagi pengelola sumber daya atau emiten, bukan bagi pihak investor. Ayat tersebut mengajarkan agar hasil pada masa subur, yakni ketika profitabilitas sedang tinggi, tidak dihabiskan begitu saja melainkan disisihkan sebagai cadangan untuk menghadapi masa-masa sulit. Pola ini sebagaimana Nabi Yusuf menasihatkan agar hasil panen tujuh tahun subur disimpan untuk menghadapi tujuh tahun paceklik yang menyusul. Dengan demikian, temuan bahwa ROA tinggi tidak cukup melindungi emiten dari kenaikan YTM saat inflasi tinggi justru menjadi pengingat empiris akan pentingnya cadangan ketahanan eksternal.

Secara akademis, hasil penelitian ini turut memperkaya sekaligus membedakan diri dari temuan literatur terdahulu di Indonesia. Syakdiyah & Putra (2021) serta Setiyani, Baihaqi, & Supriyadi (2019) sebelumnya telah menunjukkan bahwa profitabilitas merupakan salah satu faktor fundamental yang relevan dalam menjelaskan pembentukan *yield* sukuk korporasi. Sementara itu, Ogie & Laila (2020) menempatkan profitabilitas dan inflasi sebagai faktor yang turut menjelaskan variasi imbal hasil sukuk ijarah, namun keduanya diuji sebagai

variabel independen yang berdiri sendiri. Penelitian ini mengambil posisi yang berbeda dengan mengintegrasikan keduanya melalui pendekatan moderasi untuk melihat dinamika pengaruhnya.

Meskipun model utama berhasil membuktikan hubungan tersebut, temuan moderasi inflasi pada hubungan antara ROA dan YTM tetap perlu diinterpretasikan secara hati-hati. Berdasarkan pengujian ketahanan (*robustness check*), arah koefisien interaksi ROA $\times$ Inflasi tetap konsisten bernilai positif pada seluruh spesifikasi model, tetapi kehilangan signifikansi statistik ketika model diestimasi tanpa mengontrol efek waktu (*year fixed effects*). Hal ini mengindikasikan bahwa pengaruh moderasi inflasi terhadap hubungan profitabilitas dan YTM memiliki sensitivitas terhadap perubahan spesifikasi model. Dengan demikian, kekuatan temuan H5 ini tidak sekuat interaksi DER $\times$ Inflasi dan CR $\times$ Inflasi yang lebih stabil pada pengujian ketahanan.

Sebagai simpulan akhir, temuan ini membawa dua implikasi praktis yang saling terkait bagi para pelaku pasar keuangan syariah. Bagi emiten, kinerja profitabilitas yang tinggi tetap menjadi faktor penting untuk menekan biaya pendanaan (*cost of fund*), tetapi keunggulan ini harus dipandang sebagai sesuatu yang bersyarat karena efektivitasnya berkurang saat inflasi tinggi. Bagi investor, hasil ini menunjukkan pentingnya melakukan analisis komprehensif yang menggabungkan kinerja profitabilitas emiten dan kondisi inflasi yang berlaku, karena kekuatan ROA semata tidak cukup menjamin tingkat pengembalian riil yang memadai.

4.7.6. Peran Inflasi dalam Memoderasi Pengaruh Likuiditas terhadap YTM

Hasil estimasi regresi pada Model 2 menunjukkan bahwa variabel interaksi antara *Current Ratio* (CR) dan inflasi ($CR \times \text{Inflasi}$) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Yield to Maturity* (YTM) sukuk korporasi pada saat penerbitan. Temuan ini perlu diinterpretasikan bersama dengan koefisien pengaruh utama CR yang bernilai negatif terhadap YTM. Karena pengaruh utama CR bernilai negatif sedangkan koefisien interaksinya positif, maka secara ekonometrik inflasi terbukti memperlemah pengaruh negatif likuiditas terhadap YTM. Artinya, emiten dengan likuiditas tinggi tetap memiliki kemampuan untuk menurunkan YTM, tetapi pengaruh penurunan tersebut menjadi lebih lemah ketika inflasi meningkat. Dengan demikian, hipotesis keenam (H6), yang menyatakan bahwa inflasi memperlemah pengaruh negatif likuiditas terhadap YTM sukuk korporasi pada saat penerbitan, dinyatakan diterima.

Inti dari temuan ini menunjukkan bahwa kekuatan likuiditas emiten dalam menekan YTM tidak bersifat tetap, melainkan bergantung pada kondisi makroekonomi yang sedang berlangsung. Untuk menjelaskan mengapa pelemahan ini terjadi, alur analisis dapat dirunut mulai dari sumber sinyal hingga dampaknya pada YTM. Pertama, dari sisi likuiditas, berdasarkan *Signaling Theory*, CR yang tinggi merupakan sinyal fundamental positif mengenai kemampuan emiten memenuhi kewajiban jangka pendek secara tepat waktu menggunakan aset lancar perusahaan. Dalam kondisi ekonomi makro yang stabil, sinyal likuiditas yang kuat ini akan menurunkan asimetri informasi sekaligus mengurangi persepsi risiko kredit (*credit risk*) investor terhadap emiten.

Namun demikian, kehadiran inflasi yang tinggi di pasar terbukti mengikis daya lindung dari sinyal likuiditas tersebut. Berdasarkan *Fisher Effect*, inflasi menurunkan daya beli riil dan mengurangi nilai riil dari arus kas nominal yang dijanjikan instrumen pendapatan tetap di masa mendatang. Penting dicatat di sini bahwa aset lancar yang menjadi basis pengukuran CR seperti kas dan setara kas umumnya dicatat dalam nilai nominal. Ketika inflasi meningkat, nilai riil dari aset lancar tersebut justru tergerus, sehingga kemampuannya melindungi investor secara riil menjadi berkurang meskipun secara nominal nilai CR emiten tetap terlihat tinggi.

Mekanisme pelemahan pengaruh likuiditas ini selaras dengan bukti empiris berskala internasional pada pasar obligasi *emerging market*. Hund dan Lesmond (2008), dalam studi mereka terhadap lebih dari 1.600 observasi obligasi korporasi dan *sovereign* di 16 negara berkembang, menemukan bahwa likuiditas merupakan komponen penting yang menjelaskan sekitar separuh dari *yield spread* dibandingkan variabel risiko kredit. Studi tersebut juga menunjukkan bahwa peran komponen likuiditas terhadap *yield spread* tidak bersifat statis, melainkan berinteraksi aktif dengan kondisi pasar yang sedang berlangsung. Komponen likuiditas ditemukan meningkat seiring memburuknya kualitas kredit pada obligasi *sovereign*, sementara pola sebaliknya justru berlaku pada obligasi korporasi.

Temuan internasional tersebut memperkuat argumen bahwa likuiditas bukan indikator yang berdiri sendiri secara konstan, melainkan sangat sensitif terhadap perubahan kondisi eksternal. Pola ini sejalan dengan temuan penelitian

ini bahwa daya lindung CR terhadap YTM melemah secara spesifik pada saat tekanan inflasi meningkat. Jika dikaitkan dengan *Fixed Income Pricing Theory*, meskipun emiten memiliki aset lancar yang memadai, investor di pasar primer tetap akan mempertimbangkan risiko makroekonomi berupa penurunan nilai pengembalian riil (*real return*). Kondisi ini mendorong investor menuntut kompensasi tambahan berupa premi inflasi (*inflation premium*).

Dampak gabungan dari fenomena di atas menyebabkan likuiditas emiten yang kuat menjadi kurang efektif dalam menekan komponen premi risiko total yang tercermin dalam YTM pada saat sukuk ditawarkan di pasar perdana. Dari perspektif ekonomi Islam, temuan ini selaras dengan prinsip kehati-hatian, perlindungan harta (*hifzh al-mal*), dan keadilan dalam transaksi keuangan syariah. Likuiditas yang baik tetap penting karena mencerminkan kesiapan emiten dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dan menjaga kepercayaan investor sebagai bentuk amanah dalam menjaga hak pihak lain. Akan tetapi, pesan utama dari pelemahan pengaruh CR pada saat inflasi bukan untuk membenarkan tuntutan investor semata.

Temuan ini menjadi pengingat bahwa kecukupan likuiditas secara nominal tidak otomatis menjadi pelindung nilai riil harta. Konsep *hifzh al-mal* menuntut kewaspadaan terhadap penggerusan nilai oleh faktor eksternal seperti inflasi, bukan hanya terhadap risiko gagal bayar semata. Dalam konteks ini, baik emiten maupun investor memiliki tanggung jawab bersama untuk menjaga keseimbangan hak dan risiko. Emiten bertanggung jawab menjaga likuiditas riil, bukan sekadar nominal, sementara investor bertanggung jawab menilai kewajaran imbal hasil

secara proporsional terhadap risiko penggerusan nilai yang dihadapi bersama, bukan membebankannya pada satu pihak saja.

Secara akademis, hasil penelitian ini berhasil memperluas temuan-temuan dari penelitian terdahulu di Indonesia. Syakdiyah & Putra (2021) sebelumnya menunjukkan adanya keterkaitan antara rasio likuiditas internal perusahaan dan pergerakan *yield* sukuk, di mana literatur tentang determinan *rating* sukuk turut menegaskan relevansi likuiditas sebagai indikator risiko fundamental. Berbeda dari studi tersebut yang cenderung menempatkan inflasi sebagai variabel pengaruh langsung yang berdiri sendiri, penelitian ini memosisikan inflasi sebagai variabel moderasi. Langkah ini membuktikan bahwa inflasi tidak hanya memengaruhi YTM secara langsung, tetapi juga mengubah kekuatan pengaruh likuiditas terhadap YTM.

Kekuatan teoretis dari temuan ini juga didukung kuat oleh hasil pengujian ketahanan (*robustness check*). Variabel interaksi $CR \times \text{Inflasi}$ secara konsisten menunjukkan koefisien positif dan signifikan, baik pada model utama, model tanpa *Rating Score*, maupun model tanpa mengontrol efek waktu (*year fixed effects*). Hasil tersebut mengindikasikan bahwa peran inflasi dalam memperlemah pengaruh negatif likuiditas terhadap YTM bersifat cukup kokoh secara statistik dan tidak sensitif terhadap perubahan spesifikasi model. Kondisi ini berbeda dari hasil moderasi profitabilitas pada bagian sebelumnya (4.7.5) yang justru kehilangan signifikansi statistik tanpa adanya kontrol efek waktu.

Sebagai simpulan akhir, temuan ini memberikan dua implikasi praktis yang saling terkait bagi emiten dan investor di pasar keuangan syariah. Bagi

emiten, menjaga CR yang sehat tetap penting untuk membangun reputasi kredit dan menurunkan persepsi risiko di mata pasar, tetapi mereka perlu memahami bahwa keunggulan likuiditas internal dapat berkurang efektivitasnya ketika penerbitan sukuk dilakukan pada periode inflasi tinggi. Bagi investor, hasil ini menunjukkan pentingnya mempertimbangkan kombinasi antara kondisi likuiditas internal emiten dan tingkat inflasi makro dalam menilai kewajaran YTM sukuk di pasar perdana agar tingkat pengembalian riil investasi tetap terjaga.

4.7.7. Pembahasan Variabel Kontrol

Selain variabel independen utama dan variabel moderasi, penelitian ini juga memasukkan beberapa variabel kontrol yang merepresentasikan karakteristik instrumen dan karakteristik emiten, yaitu tenor, ukuran emisi (*issue size*), ukuran perusahaan (*firm size*), dan rating sukuk. Variabel kontrol digunakan agar pengaruh *leverage*, profitabilitas, likuiditas, dan moderasi inflasi terhadap *Yield to Maturity* (YTM) sukuk korporasi pada saat penerbitan dapat diestimasi secara lebih tepat. Hal ini penting karena YTM tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi fundamental internal emiten, tetapi juga oleh karakteristik instrumen, skala penerbitan, ukuran perusahaan, dan kualitas kredit sukuk yang ditawarkan di pasar primer.

Hasil estimasi regresi menunjukkan bahwa variabel tenor berpengaruh positif dan signifikan terhadap YTM. Temuan ini menunjukkan bahwa sukuk dengan jangka waktu jatuh tempo yang lebih panjang cenderung memiliki YTM yang lebih tinggi pada saat penerbitan. Secara teoretis, dalam perspektif *Fixed Income Pricing Theory*, tenor atau *maturity* merupakan salah satu komponen

penting dalam pembentukan imbal hasil instrumen pendapatan tetap. Semakin panjang tenor sukuk, semakin besar ketidakpastian yang dihadapi investor, baik terkait stabilitas arus kas emiten, perubahan kondisi makroekonomi, maupun risiko pasar selama periode investasi. Oleh karena itu, investor menuntut kompensasi tambahan dalam bentuk premi jatuh tempo (*maturity premium*) yang lebih tinggi. Dari perspektif ekonomi Islam, temuan ini juga selaras dengan prinsip kejelasan jangka waktu dalam transaksi keuangan sebagaimana ditegaskan dalam QS. Al-Baqarah: 282, bahwa transaksi tidak tunai perlu dicatat dan ditentukan waktunya secara jelas untuk menjaga keadilan para pihak.

Selanjutnya, variabel *Rating Score* terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap YTM. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin baik kualitas peringkat sukuk, semakin rendah YTM yang disyaratkan investor. Berdasarkan *Signaling Theory*, rating sukuk yang diterbitkan oleh lembaga pemeringkat berfungsi sebagai sinyal eksternal mengenai kualitas kredit emiten dan instrumen. Sukuk dengan rating tinggi mengindikasikan bahwa emiten memiliki kemampuan yang lebih baik dalam memenuhi kewajiban pembayaran imbal hasil periodik dan nilai pokok pada saat jatuh tempo. Oleh karena itu, investor menilai risiko kredit instrumen menjadi lebih rendah dan menuntut premi risiko kredit (*credit risk premium*) yang lebih kecil. Dari perspektif ekonomi Islam, hasil ini sejalan dengan prinsip pemenuhan akad sebagaimana ditegaskan dalam QS. Al-Ma'idah: 1. Emiten dengan rating lebih baik dapat dipersepsikan memiliki komitmen yang lebih kuat dalam menjaga kepercayaan dan memenuhi kewajiban akad kepada investor.

Sementara itu, variabel ukuran emisi (*Ln Issue Size*) ditemukan tidak berpengaruh signifikan terhadap YTM. Hasil ini mengindikasikan bahwa besar atau kecilnya nilai nominal penerbitan sukuk tidak secara langsung menentukan tingkat imbal hasil yang disyaratkan investor dalam sampel penelitian ini. Secara teoretis, ukuran emisi yang besar dapat dikaitkan dengan potensi likuiditas instrumen yang lebih baik. Namun, dalam konteks pasar primer sukuk korporasi Indonesia periode penelitian ini, investor tampaknya lebih memprioritaskan indikator risiko yang berkaitan langsung dengan kualitas fundamental emiten dan instrumen, seperti DER, ROA, CR, tenor, dan rating sukuk. Dengan demikian, besarnya skala penerbitan tidak cukup kuat untuk menurunkan YTM apabila tidak disertai dengan kualitas kredit dan kondisi fundamental yang baik.

Variabel ukuran perusahaan (*Ln Total Asset*) juga ditemukan tidak berpengaruh signifikan terhadap YTM. Hasil ini menunjukkan bahwa besarnya aset perusahaan tidak secara langsung menjadi dasar utama investor dalam menentukan imbal hasil yang disyaratkan pada saat penerbitan sukuk. Perusahaan dengan total aset besar memang dapat mencerminkan skala bisnis yang luas dan akses pendanaan yang lebih baik. Namun, besarnya aset belum tentu menjamin efisiensi operasional, kesehatan arus kas, profitabilitas, maupun rendahnya risiko kewajiban perusahaan. Oleh karena itu, investor cenderung lebih memperhatikan indikator fundamental yang secara langsung mencerminkan kemampuan emiten dalam memenuhi kewajiban, seperti profitabilitas, likuiditas, leverage, dan rating sukuk, dibandingkan hanya melihat besaran total aset.

Secara keseluruhan, hasil pengujian variabel kontrol menunjukkan bahwa karakteristik instrumen dan kualitas risiko kredit tetap berperan penting dalam pembentukan YTM sukuk korporasi di pasar primer. Signifikannya tenor dan *Rating Score* menunjukkan bahwa investor memperhatikan risiko jangka waktu dan kualitas kredit instrumen dalam menentukan tingkat imbal hasil yang disyaratkan. Sementara itu, tidak signifikannya *Ln Issue Size* dan *Ln Total Asset* menunjukkan bahwa skala penerbitan dan ukuran perusahaan tidak selalu menjadi penentu langsung YTM apabila tidak disertai dengan kualitas fundamental dan risiko kredit yang baik. Dengan demikian, penyertaan variabel kontrol membantu model penelitian mengestimasi pengaruh variabel utama secara lebih terkendali dan mengurangi potensi bias akibat perbedaan karakteristik instrumen maupun emiten.

BAB V

PENUTUP

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan, penelitian ini menyimpulkan bahwa faktor fundamental emiten dan inflasi memiliki peran dalam menjelaskan pembentukan *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan. Kesimpulan penelitian ini disusun berdasarkan masing-masing hipotesis sebagai berikut:

1. *Leverage* berpengaruh positif terhadap *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat *leverage* emiten, semakin tinggi pula YTM yang diminta investor. Kondisi tersebut terjadi karena emiten dengan proporsi kewajiban yang lebih besar dipersepsikan memiliki risiko keuangan yang lebih tinggi, sehingga investor menuntut imbal hasil yang lebih besar sebagai kompensasi atas risiko tersebut.
2. Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kemampuan emiten dalam menghasilkan laba, semakin rendah YTM yang diminta investor. Profitabilitas yang baik mencerminkan kapasitas keuangan yang lebih kuat dalam memenuhi kewajiban pembayaran imbal hasil maupun pokok sukuk, sehingga risiko gagal bayar dipersepsikan lebih rendah.

3. Likuiditas berpengaruh negatif terhadap *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin baik kemampuan likuiditas emiten, semakin rendah YTM yang diminta investor. Likuiditas yang tinggi memberikan sinyal bahwa emiten memiliki kemampuan lebih baik dalam memenuhi kewajiban jangka pendek, sehingga persepsi risiko investor terhadap tekanan likuiditas menjadi lebih rendah.
4. Inflasi memperkuat pengaruh positif *leverage* terhadap *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan. Hasil ini menunjukkan bahwa dalam kondisi inflasi yang meningkat, investor menjadi lebih sensitif terhadap risiko keuangan emiten dengan tingkat *leverage* tinggi. Tekanan inflasi dapat meningkatkan biaya operasional dan biaya pendanaan, sehingga emiten dengan kewajiban besar dipandang memiliki risiko yang lebih tinggi dan perlu menawarkan YTM yang lebih besar.
5. Inflasi memperlemah pengaruh negatif profitabilitas terhadap *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan. Hasil ini menunjukkan bahwa profitabilitas tetap berperan dalam menurunkan YTM, tetapi pengaruhnya menjadi lebih terbatas ketika inflasi meningkat. Dalam kondisi inflasi yang lebih tinggi, investor tidak hanya mempertimbangkan kemampuan laba emiten, tetapi juga risiko penurunan nilai riil imbal hasil yang akan diterima.
6. Inflasi memperlemah pengaruh negatif likuiditas terhadap *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan. Hasil ini menunjukkan

bahwa likuiditas yang baik tetap dapat menurunkan YTM, tetapi pengaruh tersebut menjadi lebih lemah ketika tekanan inflasi meningkat. Hal ini terjadi karena investor tetap memperhitungkan risiko makroekonomi, sehingga sinyal positif dari likuiditas tidak sepenuhnya mampu menekan premi risiko yang diminta.

Secara keseluruhan, penelitian ini menunjukkan bahwa *Yield to Maturity* sukuk korporasi pada saat penerbitan tidak hanya ditentukan oleh kondisi fundamental emiten, tetapi juga dipengaruhi oleh tekanan inflasi. *Leverage* meningkatkan YTM, sedangkan profitabilitas dan likuiditas menurunkan YTM. Inflasi terbukti berperan sebagai variabel moderasi yang mengubah kekuatan pengaruh fundamental emiten terhadap YTM sukuk korporasi di pasar perdana.

5.2.Saran

Penelitian ini memiliki keterbatasan pada periode pengamatan yang hanya mencakup tahun 2021-2025, sehingga hasil penelitian belum sepenuhnya menggambarkan dinamika *Yield to Maturity* sukuk korporasi dalam jangka panjang. Selain itu, penelitian ini berfokus pada YTM saat penerbitan di pasar primer, sehingga belum menjelaskan perubahan YTM setelah sukuk diperdagangkan di pasar sekunder. Variabel makroekonomi yang digunakan juga terbatas pada inflasi sebagai variabel moderasi, sementara faktor lain seperti suku bunga acuan, nilai tukar, dan kondisi likuiditas pasar belum dimasukkan dalam model.

Berdasarkan keterbatasan tersebut, beberapa saran yang dapat disampaikan adalah sebagai berikut:

1. Bagi investor, hasil penelitian ini dapat menjadi pertimbangan dalam menilai sukuk korporasi sebelum berinvestasi. Investor sebaiknya tidak hanya melihat tingkat YTM yang ditawarkan, tetapi juga memperhatikan kondisi fundamental emiten, terutama *leverage*, profitabilitas, dan likuiditas. *Leverage* yang tinggi perlu dicermati karena dapat meningkatkan risiko dan mendorong YTM yang lebih tinggi, sedangkan profitabilitas dan likuiditas yang baik dapat mencerminkan kemampuan emiten dalam memenuhi kewajiban pembayaran sukuk.
2. Bagi emiten, hasil penelitian ini menunjukkan pentingnya menjaga struktur keuangan yang sehat sebelum menerbitkan sukuk. Emiten perlu mengendalikan *leverage*, meningkatkan profitabilitas, dan menjaga likuiditas agar dapat menekan persepsi risiko investor. Kondisi fundamental yang baik dapat membantu emiten memperoleh tingkat YTM yang lebih efisien sehingga biaya pendanaan melalui sukuk menjadi lebih optimal.
3. Bagi regulator, hasil penelitian ini dapat menjadi masukan untuk memperkuat transparansi informasi dalam penerbitan sukuk korporasi. Informasi mengenai YTM, rating, tenor, nilai emisi, struktur akad, kondisi keuangan emiten, dan risiko instrumen perlu disajikan secara jelas agar investor dapat menilai kewajaran imbal hasil secara lebih objektif. Edukasi mengenai hubungan antara risiko emiten, inflasi, dan YTM juga perlu ditingkatkan untuk mendukung perkembangan pasar sukuk korporasi yang sehat dan efisien.

4. Bagi penelitian selanjutnya, disarankan untuk memperluas periode pengamatan dan menambah jumlah observasi agar hasil penelitian lebih representatif. Penelitian berikutnya juga dapat membandingkan YTM pada pasar primer dan pasar sekunder, menambahkan variabel makroekonomi lain seperti BI Rate, nilai tukar, atau pertumbuhan ekonomi, serta menguji model berdasarkan karakteristik sukuk seperti jenis akad, sektor emiten, rating, atau tenor. Selain itu, penggunaan metode estimasi alternatif dapat dilakukan untuk menguji konsistensi hasil penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Abduh, M., & Handayani, F. S. (2022). Financial Ratios and These Effects Toward Sukuk Yield with Sukuk Risk as a Mediator Variable. *Review of Islamic Economics and Finance*, 5(2), 111–130. <https://doi.org/10.17509/rief.v5i2.52659>
- Adrian, T., Covitz, D. M., & Liang, N. (2015). Financial Stability Monitoring. *Annual Review of Financial Economics*, 7(1), 357–395. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-111914-042008>
- Al-Qur'an, L. P. M. (2011). *AL-QUR 'AN DAN TAFSIRNYA Jilid 5 (Juz 13 s.d 15)*.
- Almaskati, N. (2022). Bursa _ Istanbul Review Sukuk versus bonds : New evidence from the primary market. *Borsa Istanbul Review*, 22(5), 1033–1038. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.06.005>
- Amrullah, M. I., Hadjaat, M., & Kadafi, M. (2019). Analisis pengaruh nilai sukuk, ratingsukuk dan risiko sukuk terhadap last yieldsukuk pada perusahaan-perusahaan konvensional non-bank yang menerbitkan sukuk dan terdaftar di bursa efek Indonesia. *Jurnal Ilmu Manajemen Mulawarman (JIMM)*, 3(3). <https://doi.org/10.29264/jimm.v3i3.1434>
- Aprilliani, S., & Yana, U. (2019). *Does Profitability , Firm Size , and Macroeconomic Variable Affect Yield to Maturity of Corporate Sukuk ?* 2(2), 75–87.
- Ariff, M., Chazi, A., Safari, M., & Zarei, A. (2017). Significant Difference in the Yields of Sukuk Bonds versus Conventional Bonds. *Journal of Emerging Market Finance*, 16(2), 115–135. <https://doi.org/10.1177/0972652717712352>
- Auliya, N. H., Andriani, H., Fardani, R. A., Ustiawaty, J., Utami, E. F., Sukmana, D. J., & Istiqomah, R. R. (2020). *Metode Penelitian*. 245.
- Ayturk, Y., Asutay, M., Kingdom, U., Aksak, E., & Kingdom, U. (2017a). *What Explains Corporate*. 1–16.
- Ayturk, Y., Asutay, M., Kingdom, U., Aksak, E., & Kingdom, U. (2017b). What Explains Corporate. *Research in International Business and Finance*, 40(141–149), 1–16.
- Bachtiar, S. A. J., Risza, H., & Naomi, P. (2018). *Sukuk Return and Risk: A Comparison between Ijarah and Mudharabah-based Contracts*. *Iciebp 2017*, 163–168. <https://doi.org/10.5220/0007078701630168>
- Balli, F., Ghassan, H., & Al Jeeфри, E. H. (2021). Sukuk and bond spreads. *Journal of Economics and Finance*, 45(3), 529–543. <https://doi.org/10.1007/s12197-021-09545-9>
- Bansal, R., & Shaliastovich, I. (2012). A Long-Run Risks Explanation of Predictability Puzzles in Bond and Currency Markets. *Review of Financial Studies*, 26(1), 1–33. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs108>
- Bhuiyan, R. A., Puspa, M., Saiti, B., & Ghani, G. M. (2020). Comparative analysis between global sukuk and bond indices: value-at-risk approach. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 11(6), 1245–1256. <https://doi.org/10.1108/JIABR-02-2018-0019>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2020). *The Term Structure of Interest Rates*. 1–14.

- Bonowati, Y. A., & Sihombing, P. (2023). Yield to maturity determinants in Indonesia corporate bonds with leverage as moderating variable. *Jurnal Penelitian Pendidikan Indonesia*, 9(2), 1133–1142.
- Cameron, A. C., & Miller, D. L. (2015). *A Practitioner 's Guide to Cluster-Robust Inference*. 50(2), 317–372. <https://doi.org/10.1007/s11135-006-9018-6>
- Clay Ford. (2023). Statistical Research Consultant University of Virginia Library. In *UVA Library StatLab articles*, (p. 4).
- Creswell, J. W., & Creswell, J. . (2018). *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches (5th ed.)*.
- Damajanti, A., Wulandari, H., & Rosyati, R. (2021). PENGARUH RASIO KEUANGAN TERHADAP FINANCIAL DISTRESS PADA PERUSAHAAN SEKTOR PERDAGANGAN ECERAN DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2015-2018. *Solusi*, 19(1), 29. <https://doi.org/10.26623/slsi.v19i1.2998>
- Darma, M., & Sulistiyani, T. (2020). PENGARUH PROFITABILITAS, LIKUIDITAS, UKURAN PERUSAHAAN DAN LEVERAGE TERHADAP PERINGKAT OBLIGASI. *Jurnal Fokus Manajemen Bisnis*, 9(1), 92. <https://doi.org/10.12928/fokus.v9i1.1552>
- Deku, S. Y., Kara, A., & Karimov, N. (2021). Do investors value frequent issuers in securitization? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 57(4), 1247–1282. <https://doi.org/10.1007/s11156-021-00977-2>
- Fabozzi, F. J. (2003). Fixed Income Mathematics. In *Elsevier eBooks*. Elsevier BV. <https://doi.org/10.1016/b978-0-12-781721-7.x5000-7>
- Fabozzi, F. J., Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1997). 10. Fixed-Income Securities. In *Princeton University Press eBooks* (pp. 395–426). Princeton University Press. <https://doi.org/10.1515/9781400830213-014>
- Feriatna, T., & Marsoem, B. S. (2022). Analysis Towards the Factors Relates to the Yield at Sharia Bond Which Listed on Indonesia Stock Exchange During Period of 2020. *Dinasti International Journal of Economics Finance & Accounting*, 2(6), 570–580. <https://doi.org/10.38035/dijefa.v2i6.1060>
- Fitriadi, S., & Marsoem, B. S. (2022). Analysis of the Effect of Fundamental and Maturity Factors on Yield to Maturity of Corporate Bonds Traded on the Indonesia Stock Exchange in 2020. *Eropean Journal of Buisness and Management Research*, 7(5), 39–44.
- Hadinata, S. (2020). Determinan Peringkat Sukuk: Ditinjau dari Aspek Akuntansi dan Non-Akuntansi. *Wahana Riset Akuntansi*, 8(2), 95. <https://doi.org/10.24036/wra.v8i2.109370>
- Hamida, L. (2017). TERHADAP YIELD SUKUK DENGAN PERINGKAT. *Universitas Sultan Agung Semarang*, 18(1), 71–86.
- Hamzah, S. R., Ismath Bacha, O., Mirakhor, A., & Abdul Kader Malim, N. (2018). Empirical evidence of risk shifting in bonds and debt-based sukuk: The case of Malaysian corporations. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 9(5), 687–700. <https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2016-0068>
- Hibaturohman, I., Mukhlas, O. S., & Burhanuddin, B. (2026). Pemikiran Hukum tentang

- Keseimbangan Tata Kelola Syariah bagi Lembaga Keuangan Syariah. *RIGGS Journal of Artificial Intelligence and Digital Business*, 4(4), 9079–9085. <https://doi.org/10.31004/riggs.v4i4.5187>
- Hirk, R., Hornik, K., & Vana, L. (2018). Multivariate ordinal regression models: an analysis of corporate credit ratings. *Statistical Methods & Applications*, 28(3), 507–539. <https://doi.org/10.1007/s10260-018-00437-7>
- Hutagalung, M. W. R., Siregat, F. A., Arisha, B., & Nasution, E. S. (2025). DETERMINANT OF ISLAMIC BANK SUKUK RATINGS IN INDONESIA. *AKSY Jurnal Ilmu Akuntansi Dan Bisnis Syariah*, 7(2), 166–177. <https://doi.org/10.15575/aksy.v7i2.45878>
- Jaffe, J., & Mandelker, G. (1979). Inflation and the Holding Period Returns on Bonds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 14(5), 959. <https://doi.org/10.2307/2330300>
- Jurkšas, L., & Klinevičius, V. (2024). Assessing ECB Officials’ Emphasis on Sovereign Bond Valuations. *Theoretical Economics Letters*, 14(2), 558–575. <https://doi.org/10.4236/tel.2024.142030>
- Karagöz, K., & ÖZKUBAT, G. (2024). The Inflation Rate - Interest Rate Relationship in Türkiye: Evidence from Traditional and Bayesian VAR Approach. *DergiPark (Istanbul University)*. <https://dergipark.org.tr/en/pub/ijaftr/issue/88834/1588834>
- Karasek, R., & Bryant, P. (2012). Signaling Theory: Past, Present, and Future. *CSU EPress (Columbus State University)*, 11(1), 91. https://csuepress.columbusstate.edu/bibliography_faculty/3396
- Khoiriyah, A. (2023). Pengaruh Leverage, Ukuran Perusahaan, dan Inflasi terhadap Yield Sukuk dengan Rating Sukuk sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *UIN Sayyid Ali Rahmatullah Tulungagung*.
- Kibria, M. K. (2024). *Determinants of Sukuk Risk Premium*.
- Komariah, S. (2019). *YIELD TO MATURITY: INFLATION, INTEREST RATES, PROFITABILITY, LEVERAGE, MATURITY AND SUKUK SUKUK RATING*. 11, 504–512. <http://repository.widyatama.ac.id/xmlui/handle/123456789/12456>
- Koźul, N. (2014). Deriving inflation forecasts from government bond prices. *Bankarstvo*, 43(6), 44–57. <https://doi.org/10.5937/bankarstvo1406044k>
- KSEI. (2024). *Statistik Pasar Modal Indonesia Pertumbuhan Investor* (pp. 1–16).
- Lajnah Pentashihan Mushaf Al-Qur'an. (2011). *AL-QUR 'AN DAN TAFSIRNYA Jakarta : Departemen Agama RI*.
- Laurent Berge. (2018). *Fast and User-Friendly Fixed-Effects Estimations* (p. 13).
- Low, K. H., Noman, A. H. M., & Ahmad, W. M. W. (2025). The Influence of ESG Performance on Yield Spreads: A Comparative Study of Sukuk and Conventional Bonds in Emerging Dual Financial Systems. *MDPI*, 17(3547), 1–25.
- Mahardika, D. F., & Ismiyanti, F. (2021). THE EFFECT OF FINANCIAL AND NON-FINANCIAL VARIABLES ON UNDERPRICING. *European Journal of Economic and Financial Research*, 4(4). <https://doi.org/10.46827/ejefr.v4i4.991>
- Majumdar, S., & Puthiya, R. (2021). Role of signaling in issuance of sukuk versus

- conventional bonds – an empirical analysis of the bond market in the UAE. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 14(5), 967–981. <https://doi.org/10.1108/imefm-02-2020-0093>
- Mardji, T. M. (2022). DETERMINAN NILAI PERUSAHAAN. *Jurnal Akuntansi*, 11(2), 122–137. <https://doi.org/10.46806/ja.v11i2.892>
- Masrurah, F., & Rahamwaty, R. (2019). PENGARUH PERINGKAT SUKUK, UMUR SUKUK, DEBT TO EQUITY RATIO, DAN TINGKAT SUKU BUNGA TERHADAP IMBAL HASIL SUKUK KORPORASI DI INDONESIA. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Akuntansi*, 4(1), 23–37. <https://doi.org/10.24815/jimeka.v4i1.6794>
- Melzatia, S., Doktoralina, C. M., & Mahroji, M. (2018). Yield Sukuk: Maturity, Rating and Value of Emission. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3414802>
- Melzatia, S., Meiwanto, C., & Corresponding, D. (2018). *Yield Sukuk : Maturity , Rating and Value of Emission*. 9(12), 106–112.
- Mergaliyev, A., Asutay, M., Avdukic, A., & Karbhari, Y. (2021). Higher Ethical Objective (Maqasid al-Shari’ah) Augmented Framework for Islamic Banks: Assessing Ethical Performance and Exploring Its Determinants. In *Journal of Business Ethics* (Vol. 170, Issue 4). Springer Netherlands. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04331-4>
- Muhamed, N. A., Elhaj, M. A., & Ramli, N. M. (2022). the Impact of Sukuk Structures on Sukuk Ratings and Yields. *International Journal of Business and Society*, 23(1), 152–171. <https://doi.org/10.33736/ijbs.4606.2022>
- Nihal, H. M. S. (2023). *Relative Efficiency of Bonds and Sukuk : A Case of Selected Islamic Countries*. 5(2), 217–229.
- Noviana, L., & Solovida, G. T. (2018). PENGARUH LIKUIDITAS , LEVERAGE, RATING OBLIGASI SYARIAH , RISIKO OBLIGASI SYARIAH TERHADAP YIELD OBLIGASI SYARIAH (SUKUK). *Stability Journal of Management and Business*, 1(2). <https://doi.org/10.26877/sta.v1i2.3226>
- Nurohman, D., Lutfiana, I. M., & Khoiriawati, N. (2020a). How Are Investors Attracted to Islamic Companies in Indonesia ? Study on The Effect of Leverage , Liquidity , and Profitability on The Rating of Sukuk. *Etikonomi*, 19(46), 299–310.
- Nurohman, D., Lutfiana, I. M., & Khoiriawati, N. (2020b). How Are Investors Attracted to Islamic Companies in Indonesia? Study on The Effects of Leverage, Liquidity, and Profitability on The Rating of Sukuk. *Etikonomi*, 19(2), 299–310.
- O’Brien, R. M. (2007). A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors. *Quality & Quantity*, 41(5), 673–690. <https://doi.org/10.1007/s11135-006-9018-6>
- O’Connor, B. (1998). Program lengkap untuk mengeksplorasi interaksi dalam regresi berganda termoderasi. In *Educational and Psychological Measurement* (pp. 833-837.).
- Ogie, M. A., & Laila, N. (2020). THE EFFECT OF LEVERAGE, PROFITABILITY, AND ECONOMIC CONDITIONS ON THE RETURNS OF CORPORATE IJARAH SUKUK DURING 2015-2018 PERIOD. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 7(2), 389–400. <https://doi.org/10.20473/vol7iss20202pp389-400>
- Statistik Sukuk Syariah, (2025).

- Pamungkas, I. D., Purwantoro, P., Sari, M. P., & Hersugondo, H. (2022). Corporate Governance and Financial Performance on Firm Value: The Case of Indonesia. *WSEAS TRANSACTIONS ON BUSINESS AND ECONOMICS*, 20, 92–103. <https://doi.org/10.37394/23207.2023.20.10>
- PERATURAN OTORITAS JASA KEUANGAN REPUBLIK INDONESIA NOMOR 18 TAHUN 2023 TENTANG PENERBITAN DAN PERSYARATAN EFEK BERSIFAT UTANG DAN SUKUK BERLANDASKAN KEBERLANJUTAN DENGAN, (2023).
- Purnomo, L. I., Wijaya, M. D., & Pratama, M. E. (2022). YIELD TO MATURITY BOND: INTEREST RATE, INFLATION AND BOND RATING – EMPIRICAL RESEARCH ON BANKING SECTOR. *JRAK*, 14(2). <https://doi.org/10.23969/jrak.v14i2.5624>
- Putri, R. M., Siregar, H., & Andati, T. (2020). Effects Of Coupon, Maturity, Liquidity, And Bond Rating On The Yields Of Banking Bonds. *Jurnal Ilmiah Bisnis Dan Ekonomi Asia*, 14(1), 1–13. <https://doi.org/10.32812/jibeka.v14i1.125>
- Putri, Y. Y., Harkaneri, H., & Djamil, N. (2024). Pengaruh Nilai Sukuk, Rating Sukuk, Risiko Sukuk, dan Likuiditas Terhadap Yield Sukuk pada Perusahaan yang Menerbitkan Sukuk. *Jurnal Rumpun Ilmu Ekonomi*, 2(2), 115–127.
- Qoyum, A., Hendriyani, R., Azizah, S. N., & Prasajo. (2019). What Determines Corporate Sukuk Issuance in Indonesia? *Confrence on Islamic Management, Accounting and Economics (CIMAEE)*, 2, 245–258.
- Qulub, A. F., Nur, M. A., & Sukardi, B. (2023). PENGARUH SUKUK KORPORASI & INFLASI TERHADAP PROFITABILITAS BANK UMUM SYARIAH SELAMA PANDEMI COVID-19. *JEBI*, 6(2), 101–113.
- Rachmaini, N., Melzatia, S., Nurhasanah, & Zahri, M. ‘Adli. (2022). The Moderating Role of Sukuk Rating in the Relationship Between Financial Indicators and Corporate Sukuk Yield. *JIESS*, 3, 38–44.
- Rachman, F. (2022). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas dan Solvabilitas terhadap Yield Sukuk dengan Peringkat Sukuk sebagai Variabel Intervening. *UIN Syarif Hidayatullah*.
- Rafki, M., Wiliasih, R., & Irfany, M. I. (2022). Faktor-Faktor yang Memengaruhi Volume Perdagangan Sukuk Ritel SR-008 di Indonesia. *Bukhori Kajian Ekonomi Dan Keuangan Islam*, 1(2), 95–117. <https://doi.org/10.35912/bukhori.v1i2.1363>
- Ramadana, S. W., & Agustina, A. (2022). Pengaruh Dividend Payment dan Leverage terhadap Cash Holding pada Perusahaan Building Construction Bursa Efek Indonesia. *HEI EMA Jurnal Riset Hukum Ekonomi Islam Ekonomi Manajemen Dan Akuntansi*, 1(2), 1–10. <https://doi.org/10.61393/heiema.v1i2.67>
- Riska, M., & Nugroho, L. (2024). The Influence of Liquidity, Solvency, and Profitability on Corporate Sukuk Yields: The Role of Sukuk Rating Moderation in Indonesia. *Social and Economic Bulletin*, 1(3 SE-Articles), 156–175. <https://doi.org/10.70550/sebi.v1i3.63>
- Rivandi, M., & Gustiyani, W. (2021). Pengaruh leverage, Likuiditas dan Profitabilitas Terhadap Peringkat Obligasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di PT. Pefindo Periode 2015-2019. *Jurnal Ilmiah Pendidikan Scholastic*, 5(1), 130–139. <https://doi.org/10.36057/jips.v5i1.456>
- Rötheli, T. F. (2020). Explaining the Course of Interest Rates. In *Cambridge University Press eBooks* (pp. 94–109). Cambridge University Press.

<https://doi.org/10.1017/9781316987056.010>

- Rukmana, A. D., & Laila, N. (2020). THE EFFECT OF COMPANY SIZE, LIQUIDITY, LEVERAGE, PROFITABILITY, CORPORATE GOVERNANCE, AND TYPES OF SUKUK ON CORPORATE SUKUK RATINGS IN INDONESIA PENGARUH. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 7(9), 1786–1803. <https://doi.org/10.20473/vol7iss20209pp1786-1803>
- Saeed, M., Elnahass, M., Izzeldin, M., & Tsionas, E. G. (2021a). Yield spread determinants of sukuk and conventional bonds. *Economic Modelling*, 105, 105664. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105664>
- Saeed, M., Elnahass, M., Izzeldin, M., & Tsionas, M. (2021b). Yield Spread Determinants of Sukuk and Conventional Bonds. *Economic Modelling*, 105, 1–46. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105664>
- Saeed, M., Elnahass, M., Izzeldin, M., & Tsionas, M. (2021c). Yield spread determinants of sukuk and conventional bonds ☆. *Economic Modelling*, 105(February 2020), 105664. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105664>
- Santoso, & Ayu, P. (2021). Macroeconomic indicators and yield curve of Indonesian government bond. *CONSTOR*, 19(1), 34–48.
- Santoso, S. B. (2019). ANALISIS PENGARUH PROFITABILITAS, UKURAN PERUSAHAAN, FINANCIAL LEVERAGE DAN EARNING PER SHARE TERHADAP UNDERPRICING INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) (Pada perusahaan non perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2017). *Competitive Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 3(2), 63. <https://doi.org/10.31000/c.v3i2.1825>
- Sari, P. N., & Husada, C. (2021). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Corporate Value Dengan Keputusan Investasi Dan Keputusan Pendanaan Sebagai Moderating. *Jurnal Kajian Ilmiah*, 21(1), 17–30. <https://doi.org/10.31599/jki.v21i1.335>
- Setiyani, E. R., & Baihaqi, J. (2019). *Pengaruh Profitabilitas dan Solvabilitas Terhadap Yield Sukuk dengan Peringkat Sukuk Sebagai Variabel Moderator pada Perusahaan di Indonesia*. 2(1), 43–68.
- Sintyana, I. P. H., & Artini, L. G. S. (2018). PENGARUH PROFITABILITAS, STRUKTUR MODAL, UKURAN PERUSAHAAN DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(2), 757. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2019.v08.i02.p07>
- Siregar, I. W., & Pratiwi, I. S. (2020). Maturity, Bond Rating, and Debt to Equity Ratio Effect on Yield to Maturity. *JURNAL PENDIDIKAN AKUNTANSI DAN KEUANGAN*, 8(2), 155–167.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Stiglitz, J. E. (2003). Information and the Change in the Paradigm in Economics, Part 1. *The American Economist*, 47(2), 6–26. <https://doi.org/10.1177/056943450304700202>
- Sulistyo, C. F., Sahadati, S., & Suratna, S. (2022). PENGARUH INFLASI TERHADAP YIELD OBLIGASI DAN HARGA OBLIGASI DENGAN BI RATE SEBAGAI

- VARIABEL INTERVENING (Studi pada Obligasi Korporasi Sub Sektor Financial Institution di BEI). *Paradigma Jurnal Masalah Sosial Politik Dan Kebijakan*, 26(2), 136. <https://doi.org/10.31315/paradigma.v26i2.7355>
- Suratmi, S., & Rahmawati, I. Y. (2020). The Effect of Profitability Ratio, Liquidity Ratio, Leverage Ratio, and Company Size on Sukuk Rating Corporation During 2014-2017 Periods. *SHS Web of Conferences*, 86, 1027. <https://doi.org/10.1051/shsconf/20208601027>
- Syakdiyah, K., & Putra, P. (2021a). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Leverage dan Ukuran Perusahaan terhadap Imbal Hasil Sukuk dengan Peringkat Sukuk sebagai Variabel Intervening. *El-Qish: Jurnal Ekonomi Islam*, 1(1), 1–10.
- Syakdiyah, K., & Putra, P. (2021b). The Effect of Profitability, Liquidity, Leverage and Company Size on Sukuk Yield With The Rating of Sukuk as Intervening Variables. *El-Qish: Journal of Islamic Economics*, 1(1), 1–10. <https://doi.org/10.33830/elqish.v1i1.1532.2021>
- Tambunan, R. J. (2025). Determination of Bond Yield to Maturity , Inflation as a Moderator. *IRJEMS*, 4(3), 198–201. <https://doi.org/10.56472/25835238/IRJEMS-V4I3P121>
- Uddin, H. (2022). *Why do Sukuks (Islamic Bonds) need a different pricing model ?* <https://doi.org/10.1002/ijfe.2269>
- Uddin, M. H., Kabir, S. H., Hassan, M. K., Hossain, M., & Liu, J. (2020). Why do sukuks (Islamic bonds) need a different pricing model? *International Journal of Finance & Economics*, 27(2), 2210–2234. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2269>
- Ulfah, H. K., Aprilliani, S., & Adirestuty, F. (2019a). *Influence of Micro Economic and Macro Economic on Yield to Maturity of Ijarah Sukuk Corporation Year 2014-2017. 2019*, 126–136. <https://doi.org/10.18502/kss.v3i13.4200>
- Ulfah, H. K., Aprilliani, S., & Adirestuty, F. (2019b). Influence of Micro Economic and Macro Economic on Yield to Maturity of Ijarah Sukuk Corporation Year 2014-2017. *Kne Social Scinces*, 2019, 126–136. <https://doi.org/10.18502/kss.v3i13.4200>
- Universitas Negeri Pennsylvania. (2018). Analisis Regresi Terapan. In *Penn State Eberly Colage of Scince* (p. 467).
- Uribe, M. (2022). The Neo-Fisher Effect: Econometric Evidence from Empirical and Optimizing Models. *American Economic Journal Macroeconomics*, 14(3), 133–162. <https://doi.org/10.1257/mac.20200060>
- Usman, B., Hasnam, M. G., Nurazi, R., Baihaqi, & Aujirapongpan, S. (2024). Exploring investor attention in Shariah markets, macroeconomic influences, and corporate performance: Insights from Indonesia. *Social Sciences and Humanities Open*, 10(July), 101015. <https://doi.org/10.1016/j.ssaho.2024.101015>
- Wardiwiyo, S., & Imron, M. (2022a). What Determines Corporate Sukuk Ratings in Indonesia? *Share Jurnal Ekonomi Dan Keuangan Islam*, 11(2), 276–297. <https://doi.org/10.22373/share.v11i2.12085>
- Wardiwiyo, S., & Imron, M. (2022b). What Determines Corporate Sukuk Ratings in Indonesia? *Share: Jurnal Ekonomi Dan Keuangan Islam*, 11(2), 276–297. <https://doi.org/10.22373/share.v11i2.12085>

Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*.

Yuhana, W., & Kartini, K. (2025). The Influence of Leverage, Liquidity, and Profitability on Sukuk Ratings of Companies Listed at PT PEFINDO. *MEC-J (Management and Economics Journal)*, 9(2), 215–226. <https://doi.org/10.18860/mec-j.v9i2.31493>

LAMPIRAN-LAMPIRAN

Lampiran 1 Tabulasi Data

No.	Emiten/Penerbit	Tahun	YTM	DER t-1	ROA t-1	CR t-1	Inflasi YoY (%)	Tenor (tahun)	Ln Amount Outstanding	Ln Total Aset t-1	Rating Saat Penerbitan
1	Aneka Gas Industri	2021	10,75	1.105606	0.014023	1.009179	1.52	7	25,5435	29,5941	A(idn)
2	Aneka Gas Industri	2021	9,15	1.105606	0.014023	1.009179	1.87	5	23,5565	29,5941	A(idn)
3	Aneka Gas Industri	2022	8,9	1.278752	0.025903	1.032542	3.47	5	25,5411	29,7308	A(idn)
4	Aneka Gas Industri	2022	9,75	1.278752	0.025903	1.032542	3.47	7	25,7570	29,7308	A(idn)
5	Armadian Tritunggal	2025	8,25	3.863285	0.050827	0.855372	2.86	3	26,4270	30,8303	irA-(sy)
6	Armadian Tritunggal	2025	9	3.863285	0.050827	0.855372	2.86	5	28,1616	30,8303	irA-(sy)
7	BUMA	2025	8,5	7.203518	-0.041502	1.479152	1.03	3	26,6230	30,8735	idA+(sy)
8	BUMA	2025	9,25	7.203518	-0.041502	1.479152	1.03	5	27,7192	30,8735	idA+(sy)
9	Bali Towerindo Sentra	2025	6,5	1.354345	0.023745	0.727897	2.92	1.02	26,7512	29,4354	idA(sy)
10	Bali Towerindo Sentra	2025	7,25	1.354345	0.023745	0.727897	2.92	2.99	27,5682	29,4354	idA(sy)
11	Bumi Serpong Damai	2022	7,75	0.712548	0.025034	2.589181	3.47	5	25,6396	31,7496	idAA(sy)
12	Bumi Serpong Damai	2025	6	0.606602	0.064686	2.155546	2.65	3	24,6353	31,9621	idAA(sy)
13	Bumi Serpong Damai	2025	6,5	0.606602	0.064686	2.155546	2.65	5	25,7339	31,9621	idAA(sy)
14	Bumi Serpong Damai	2025	6,75	0.606602	0.064686	2.155546	2.65	7	26,4270	31,9621	idAA(sy)
15	Bumi Serpong Damai	2025	6,25	0.606602	0.064686	2.155546	2.92	7	26,5522	31,9621	idAA(sy)
16	Bumi Serpong Damai	2025	6,5	0.606602	0.064686	2.155546	2.92	10	25,7984	31,9621	idAA(sy)
17	Dian Swastatika Sentosa	2024	8,25	0.780129	0.28248	1.726823	3	3	25,2119	31,4859	idAA(sy)
18	Dian Swastatika Sentosa	2024	8,75	0.780129	0.28248	1.726823	3	5	24,8341	31,4859	idAA(sy)
19	Dian Swastatika Sentosa	2024	8,5	0.780129	0.28248	1.726823	2.51	3	26,1526	31,4859	idAA(sy)
20	Dian Swastatika Sentosa	2024	9	0.780129	0.28248	1.726823	2.51	5	25,8874	31,4859	idAA(sy)
21	Dian Swastatika Sentosa	2024	8,125	0.780129	0.28248	1.726823	1.55	2.99	26,6263	31,4859	idAA(sy)
22	Dian Swastatika Sentosa	2024	8,625	0.780129	0.28248	1.726823	1.55	4.99	26,6994	31,4859	idAA(sy)
23	Dian Swastatika Sentosa	2025	6,25	0.901168	0.146893	2.33065	2.86	3	25,2231	31,7207	idAA(sy)
24	Dian Swastatika Sentosa	2025	6,875	0.901168	0.146893	2.33065	2.86	5	27,7736	31,7207	idAA(sy)
25	Eagle High Plantations	2025	9,75	2.9943	0.027785	0.482383	2.37	1.02	24,3420	29,9128	idA-(sy)
26	Eagle High Plantations	2025	11	2.9943	0.027785	0.482383	2.37	3	23,9375	29,9128	idA-(sy)
27	Global Mediacom	2022	11	0.428428	0.071864	1.406107	4.94	5	23,0466	31,1606	idA+(sy)
28	Global Mediacom	2022	11	0.428428	0.071864	1.406107	5.95	4.99	21,5342	31,1606	idA+(sy)
29	Global Mediacom	2023	10,25	0.347604	0.057386	2.197107	3.08	3	26,8154	31,2121	idA+(sy)
30	Global Mediacom	2023	11,25	0.347604	0.057386	2.197107	3.08	5	23,4544	31,2121	idA+(sy)
31	Global Mediacom	2024	10,25	0.275526	0.030275	2.693134	2.51	2.99	26,3110	31,1940	idA+(sy)
32	Global Mediacom	2024	11	0.275526	0.030275	2.693134	2.51	4.99	20,8760	31,1940	idA+(sy)
33	Global Mediacom	2025	7,6	0.246368	0.025307	3.209224	1.87	3	26,7986	31,2213	idAAA(sy)(cg)
34	Global Mediacom	2025	7,85	0.246368	0.025307	3.209224	1.87	5	25,2120	31,2213	idAAA(sy)(cg)
35	Global Mediacom	2025	7,9	0.246368	0.025307	3.209224	1.87	7	23,9814	31,2213	idAAA(sy)(cg)
36	Hutama Karya	2021	8,55	2.490303	-0.018567	0.623926	1.6	5	24,8892	32,3405	idAA-(sy)
37	Hutama Karya	2021	9,3	2.490303	-0.018567	0.623926	1.6	7	26,7613	32,3405	idAA-(sy)
38	Hutama Karya	2022	7,75	1.425115	-0.018119	1.056084	2.18	5	25,3797	32,5207	idAA-(sy)
39	Hutama Karya	2022	8,25	1.425115	-0.018119	1.056084	2.18	7	24,9644	32,5207	idAA-(sy)
40	Indah Kiat Pulp & Paper	2021	10	0.995993	0.034608	2.257876	1.66	5	24,6502	32,4172	idA+(sy)
41	Indah Kiat Pulp & Paper	2021	9,25	0.995993	0.034608	2.257876	1.87	5	26,2330	32,4172	idA+(sy)
42	Indah Kiat Pulp & Paper	2022	9,25	0.88427	0.058625	2.075884	2.06	5	25,4056	32,4839	idA+(sy)
43	Indah Kiat Pulp & Paper	2022	10	0.88427	0.058625	2.075884	4.69	4.99	26,1291	32,4839	idA+(sy)
44	Indah Kiat Pulp & Paper	2022	10,25	0.88427	0.058625	2.075884	5.71	5	24,9628	32,4839	idA+(sy)
45	Indah Kiat Pulp & Paper	2022	11	0.88427	0.058625	2.075884	5.51	4.99	22,4097	32,4839	idA+(sy)
46	Indah Kiat Pulp & Paper	2023	11	0.719959	0.088942	2.445063	5.28	4.99	24,9286	32,6527	idA+(sy)
47	Indah Kiat Pulp & Paper	2023	10,25	0.719959	0.088942	2.445063	3.08	3	27,1409	32,6527	idA+(sy)
48	Indah Kiat Pulp & Paper	2023	10,75	0.719959	0.088942	2.445063	3.08	5	25,6463	32,6527	idA+(sy)
49	Indah Kiat Pulp & Paper	2023	10,25	0.719959	0.088942	2.445063	3.27	2.99	27,5020	32,6527	idA+(sy)
50	Indah Kiat Pulp & Paper	2023	10,75	0.719959	0.088942	2.445063	3.27	4.99	25,1971	32,6527	idA+(sy)
51	Indah Kiat Pulp & Paper	2023	10,25	0.719959	0.088942	2.445063	2.86	3	26,4388	32,6527	idA+(sy)
52	Indah Kiat Pulp & Paper	2023	10,75	0.719959	0.088942	2.445063	2.86	5	22,2318	32,6527	idA+(sy)
53	Indah Kiat Pulp & Paper	2024	10,25	0.687508	0.041904	2.939934	3	3	26,0214	32,6814	idA+(sy)
54	Indah Kiat Pulp & Paper	2024	10,75	0.687508	0.041904	2.939934	3	5	24,9113	32,6814	idA+(sy)
55	Indah Kiat Pulp & Paper	2024	10,25	0.687508	0.041904	2.939934	2.51	2.99	25,8695	32,6814	idA+(sy)
56	Indah Kiat Pulp & Paper	2024	10,75	0.687508	0.041904	2.939934	2.51	4.99	25,3229	32,6814	idA+(sy)
57	Indah Kiat Pulp & Paper	2024	10,25	0.687508	0.041904	2.939934	1.71	2.99	26,5277	32,6814	idA+(sy)
58	Indah Kiat Pulp & Paper	2024	10,75	0.687508	0.041904	2.939934	1.71	4.99	27,2279	32,6814	idA+(sy)
59	Indah Kiat Pulp & Paper	2024	10,25	0.687508	0.041904	2.939934	1.57	3	27,0799	32,6814	idA+(sy)
60	Indah Kiat Pulp & Paper	2024	10,75	0.687508	0.041904	2.939934	1.57	5	26,5388	32,6814	idA+(sy)
61	Indah Kiat Pulp & Paper	2025	10	0.837807	0.034934	2.422493	1.03	3	26,8885	32,8798	idA+(sy)
62	Indah Kiat Pulp & Paper	2025	10,5	0.837807	0.034934	2.422493	1.03	5	25,5208	32,8798	idA+(sy)
63	Indah Kiat Pulp & Paper	2025	6,75	0.837807	0.034934	2.422493	1.87	1.02	26,6012	32,8798	idA+(sy)

No.	Emiten/Penerbit	Tahun	YTM	DER t-1	ROA t-1	CR t-1	Inflasi YoY (%)	Tenor (tahun)	Ln Amount Outstanding	Ln Total Aset t-1	Rating Saat Penerbitan
64	Indah Kiat Pulp & Paper	2025	10	0.837807	0.034934	2.422493	1.87	3	27,0798	32,8798	idA+(sy)
65	Indah Kiat Pulp & Paper	2025	10,5	0.837807	0.034934	2.422493	1.87	5	26,3180	32,8798	idA+(sy)
66	Indah Kiat Pulp & Paper	2025	9,5	0.837807	0.034934	2.422493	2.86	5	27,7352	32,8798	idA+(sy)
67	Indosat	2022	7,7	5.153389	0.108209	0.401262	5.71	5	26,6502	31,7804	idAAA(sy)
68	Integra Indocabinet	2022	9,75	0.867114	0.078708	2.06829	2.64	4.99	23,9513	29,5481	idA-(sy)
69	Integrasi Jaringan Ekosistem	2025	10,25	1.723841	0.077132	1.194804	2.37	1.02	27,2623	28,4103	idA(sy)
70	Integrasi Jaringan Ekosistem	2025	11,5	1.723841	0.077132	1.194804	2.37	3	27,0483	28,4103	idA(sy)
71	Lontar Papyrus Pulp & Paper Industry	2024	11	0.939615	0.047846	4.375739	1.71	4.99	27,8542	31,2983	idA(sy)
72	Lontar Papyrus Pulp & Paper Industry	2025	10,25	0.998566	0.022938	3.099183	-0.09	3	26,7052	31,4544	idA(sy)
73	Lontar Papyrus Pulp & Paper Industry	2025	10,75	0.998566	0.022938	3.099183	-0.09	5	26,4725	31,4544	idA(sy)
74	Lontar Papyrus Pulp & Paper Industry	2025	7	0.998566	0.022938	3.099183	2.92	3	26,2447	31,4544	idA(sy)
75	Lontar Papyrus Pulp & Paper Industry	2025	7,5	0.998566	0.022938	3.099183	2.92	5	26,2447	31,4544	idA(sy)
76	MNC Energy Investments	2023	11,25	1.392473	0.216104	0.32046	2.56	2.99	24,6212	28,6735	idA-(sy)
77	MNC Energy Investments	2023	11,5	1.392473	0.216104	0.32046	2.56	4.99	25,3354	28,6735	idA-(sy)
78	Medco Power Indonesia	2022	9,25	1.269733	0.029964	0.706436	4.69	5	26,1169	30,2140	idA(sy)
79	Medco Power Indonesia	2023	9,5	1.30549	0.004352	2.060719	5.28	4.99	25,5932	30,3733	idA(sy)
80	Medco Power Indonesia	2024	8,55	1.430868	0.000789	1.153312	2.57	3	25,8937	30,3992	idA(sy)
81	Medco Power Indonesia	2024	9,5	1.430868	0.000789	1.153312	2.57	5	26,9268	30,3992	idA(sy)
82	Medco Power Indonesia	2024	10	1.430868	0.000789	1.153312	2.57	7	25,0992	30,3992	idA(sy)
83	Medco Power Indonesia	2025	7,75	1.770785	-0.005887	0.925246	-0.09	2.99	25,5519	30,5440	idA(sy)
84	Medco Power Indonesia	2025	9	1.770785	-0.005887	0.925246	-0.09	4.99	27,4288	30,5440	idA(sy)
85	Medco Power Indonesia	2025	9,5	1.770785	-0.005887	0.925246	-0.09	6.99	26,0609	30,5440	idA(sy)
86	Merdeka Battery Materials	2025	7,5	0.462266	0.023145	1.917592	2.37	1.02	26,0862	31,6478	idA(sy)
87	Merdeka Battery Materials	2025	8,75	0.462266	0.023145	1.917592	2.37	3	26,8808	31,6478	idA(sy)
88	Merdeka Battery Materials	2025	7,5	0.462266	0.023145	1.917592	2.31	1.02	27,2028	31,6478	idA(sy)
89	Merdeka Battery Materials	2025	8,75	0.462266	0.023145	1.917592	2.31	3	27,4774	31,6478	idA(sy)
90	Merdeka Battery Materials	2025	9,25	0.462266	0.023145	1.917592	2.31	5	26,3164	31,6478	idA(sy)
91	Merdeka Battery Materials	2025	7,5	0.462266	0.023145	1.917592	2.92	3	26,6608	31,6478	idA(sy)
92	Merdeka Battery Materials	2025	8,25	0.462266	0.023145	1.917592	2.92	5	27,1546	31,6478	idA(sy)
93	Metro Healthcare Indonesia	2025	8,25	0.332203	-0.019972	0.621603	2.37	1.02	26,9379	29,0226	irA-(sy)
94	Metro Healthcare Indonesia	2025	10,75	0.332203	-0.019972	0.621603	2.37	3	26,2447	29,0226	irA-(sy)
95	Moratelindo	2021	11	3.176365	0.050739	1.438131	1.68	5	24,1540	30,2259	idA+(sy)
96	Moratelindo	2023	10	1.391394	0.045104	1.202457	3.08	3	26,8601	30,3337	idA+(sy)
97	Moratelindo	2023	11	1.391394	0.045104	1.202457	3.08	5	23,9794	30,3337	idA+(sy)
98	Moratelindo	2024	10	1.151838	0.045584	1.033834	2.57	3	26,3116	30,3323	idA+(sy)
99	Moratelindo	2024	11	1.151838	0.045584	1.033834	2.57	5	23,2369	30,3323	idA+(sy)
100	OKI Pulp & Paper Mills	2021	10,25	1.180824	0.055523	1.378255	1.52	5	24,9032	31,9268	idA+(sy)
101	OKI Pulp & Paper Mills	2022	11	1.016194	0.078662	1.647233	5.42	4.99	22,0248	32,0326	idA+(sy)
102	OKI Pulp & Paper Mills	2023	10,5	0.793051	0.098746	2.569798	2.56	3	26,5320	32,2581	idA+(sy)
103	OKI Pulp & Paper Mills	2023	11	0.793051	0.098746	2.569798	2.56	5	25,8401	32,2581	idA+(sy)
104	OKI Pulp & Paper Mills	2023	10,5	0.793051	0.098746	2.569798	2.61	3	26,3613	32,2581	idA+(sy)
105	OKI Pulp & Paper Mills	2023	11	0.793051	0.098746	2.569798	2.61	5	25,5728	32,2581	idA+(sy)
106	OKI Pulp & Paper Mills	2025	10	0.899011	0.057954	2.003794	1.03	3	26,8660	32,5481	idA+(sy)
107	OKI Pulp & Paper Mills	2025	10,5	0.899011	0.057954	2.003794	1.03	5	27,6651	32,5481	idA+(sy)
108	OKI Pulp & Paper Mills	2025	10	0.899011	0.057954	2.003794	2.37	3	27,8562	32,5481	idA+(sy)
109	OKI Pulp & Paper Mills	2025	10,5	0.899011	0.057954	2.003794	2.37	5	26,9328	32,5481	idA+(sy)
110	OKI Pulp & Paper Mills	2025	8	0.899011	0.057954	2.003794	2.72	3	26,6502	32,5481	idA+(sy)
111	OKI Pulp & Paper Mills	2025	8,5	0.899011	0.057954	2.003794	2.72	5	26,6502	32,5481	idA+(sy)
112	PTPP	2023	8,8	2.887187	0.006335	1.21	4.33	4	25,5655	31,6848	idBBB+(sy)
113	Petrindo Jaya Kreasi	2025	6,75	2.141543	0.095607	1.951914	2.37	1.01	24,6841	30,9891	idA(sy)
114	Petrindo Jaya Kreasi	2025	9	2.141543	0.095607	1.951914	2.37	4.99	26,4187	30,9891	idA(sy)
115	Petrindo Jaya Kreasi	2025	8,5	2.141543	0.095607	1.951914	2.86	4.99	25,6479	30,9891	idA(sy)
116	Petrindo Jaya Kreasi	2025	9	2.141543	0.095607	1.951914	2.86	6.99	26,9623	30,9891	idA(sy)
117	Petrosea	2024	8	2.089356	0.01676	1.160754	1.57	2.99	25,5781	30,0489	idA+(sy)
118	Petrosea	2024	8,75	2.089356	0.01676	1.160754	1.57	4.99	26,2630	30,0489	idA+(sy)
119	Petrosea	2024	9,5	2.089356	0.01676	1.160754	1.57	6.99	25,1546	30,0489	idA+(sy)
120	Petrosea	2025	7,75	2.472533	0.011185	1.560568	1.03	2.99	24,8025	30,2713	idA+(sy)
121	Petrosea	2025	8,75	2.472533	0.011185	1.560568	1.03	4.99	26,1345	30,2713	idA+(sy)
122	Petrosea	2025	9,3	2.472533	0.011185	1.560568	1.03	6.99	26,1032	30,2713	idA+(sy)
123	Pindo Deli Pulp And Paper Mills	2022	11	0.977301	0.068192	1.520386	4.94	5	25,7364	32,0949	idA+(sy)
124	Pindo Deli Pulp And Paper Mills	2024	10,75	0.96116	0.041047	2.020595	2.57	3	26,8270	32,3905	idA+(sy)
125	Pindo Deli Pulp And Paper Mills	2024	11,25	0.96116	0.041047	2.020595	2.57	5	25,3433	32,3905	idA+(sy)
126	Pindo Deli Pulp And Paper Mills	2025	9	0.919488	0.054233	1.729809	0.76	2	25,4657	32,5451	idA+(sy)
127	Pindo Deli Pulp And Paper Mills	2025	10,25	0.919488	0.054233	1.729809	0.76	3	26,9715	32,5451	idA+(sy)
128	Pindo Deli Pulp And Paper Mills	2025	10,75	0.919488	0.054233	1.729809	0.76	5	27,0587	32,5451	idA+(sy)
129	Pindo Deli Pulp And Paper Mills	2025	7	0.919488	0.054233	1.729809	1.6	1.02	26,5693	32,5451	idA+(sy)
130	Pindo Deli Pulp And Paper Mills	2025	10	0.919488	0.054233	1.729809	1.6	2.99	26,6413	32,5451	idA+(sy)
131	Pindo Deli Pulp And Paper Mills	2025	10,5	0.919488	0.054233	1.729809	1.6	4.99	26,3668	32,5451	idA+(sy)
132	Pindo Deli Pulp And Paper Mills	2025	10,25	0.919488	0.054233	1.729809	2.31	5	27,3433	32,5451	idA+(sy)
133	Polytama Propindo	2021	7,25	2.812122	0.001177	0.89732	1.6	5	24,7486	28,6544	idAAA(sy)(cg)
134	Pos Indonesia	2025	8,5	0.838901	0.045375	1.303168	0.76	3	25,3284	30,4323	A(idn)
135	Pos Indonesia	2025	9,75	0.838901	0.045375	1.303168	0.76	5	27,3433	30,4323	A(idn)
136	Pos Indonesia	2025	9,9	0.838901	0.045375	1.303168	0.76	7	25,7339	30,4323	A(idn)

No.	Emiten/Penerbit	Tahun	YTM	DER t-1	ROA t-1	CR t-1	Inflasi YoY (%)	Tenor (tahun)	Ln Amount Outstanding	Ln Total Aset t-1	Rating Saat Penerbitan
137	Pos Indonesia	2025	8,5	0.838901	0.045375	1.303168	1.87	2.99	25,7339	30,4323	A(idn)
138	Pos Indonesia	2025	9,375	0.838901	0.045375	1.303168	1.87	4.99	25,3284	30,4323	A(idn)
139	Pos Indonesia	2025	9,8	0.838901	0.045375	1.303168	1.87	6.99	26,2447	30,4323	A(idn)
140	SMART	2025	7,5	1.082458	0.023111	1.871921	2.37	5	26,9379	31,3128	idAA-(sy)
141	SPINDO	2023	10	0.786915	0.041298	1.68837	4.33	5	23,1120	29,6333	idA(sy)
142	SPINDO	2025	7,75	0.644694	0.063898	3.261178	1.95	3	18,8589	29,7467	idA(sy)
143	SPINDO	2025	8	0.644694	0.063898	3.261178	1.95	5	25,0541	29,7467	idA(sy)
144	Samator Indo Gas	2023	7,4	1.175878	0.012919	1.166675	2.56	3	24,2928	29,7157	A(idn)
145	Samator Indo Gas	2023	7,9	1.175878	0.012919	1.166675	2.56	5	24,2642	29,7157	A(idn)
146	Sampoerna Agro	2022	8,4	1.121384	0.083549	1.092046	2.64	4.99	26,1618	29,9084	idA(sy)
147	Sampoerna Agro	2025	7,6	0.7234	0.065171	1.263732	2.37	2.99	22,5405	30,0015	idA(sy)
148	Sampoerna Agro	2025	8,25	0.7234	0.065171	1.263732	2.37	4.99	25,5011	30,0015	idA(sy)
149	Samudera Indonesia	2023	9,45	0.784141	0.283504	2.044341	3.27	5	26,5498	30,5294	idA+(sy)
150	Samudera Indonesia	2025	8,85	0.772094	0.059735	2.717549	2.37	4.99	26,9379	30,6673	idA+(sy)
151	Tower Bersama Infrastructure	2025	6,75	3.478372	0.030075	0.209188	2.37	3	25,1118	31,4879	AA+(idn)
152	Tower Bersama Infrastructure	2025	7	3.478372	0.030075	0.209188	2.37	5	27,2298	31,4879	AA+(idn)
153	Tower Bersama Infrastructure	2025	5,5	3.478372	0.030075	0.209188	2.92	3	26,0216	31,4879	AA+(idn)
154	Tower Bersama Infrastructure	2025	5,85	3.478372	0.030075	0.209188	2.92	5	26,7147	31,4879	AA+(idn)
155	XL Axiata	2022	7,4	2.621594	0.017701	0.369057	5.95	5	26,7666	31,9181	AA+(idn)
156	XL Axiata	2022	7,9	2.621594	0.017701	0.369057	5.95	7	25,6295	31,9181	AA+(idn)
157	XL Axiata	2022	8,25	2.621594	0.017701	0.369057	5.95	10	26,2941	31,9181	AA+(idn)

Lampiran 2 Output Pengolahan Data

Lampiran 1. Input Data dan Struktur

```
> file_path <- file.choose()
> data_raw <- read_excel(file_path)

> names(data_raw)
[1] "No"                "Emiten"            "Tahun"
[4] "YTM"               "DER"              "ROA"
[7] "CR"               "Inflasi_YoY"      "Tenor"
[10] "Amount_Outstanding" "Total_Aset"       "Rating"

> str(data_raw)
tibble [157 × 12] (S3: tbl_df/tbl/data.frame)
 $ No                : num [1:157] 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 ...
 $ Emiten            : chr [1:157] "Aneka Gas Industri" "Aneka Gas Industri" ...
 $ Tahun             : num [1:157] 2021 2021 2022 2022 2025 ...
 $ YTM               : num [1:157] 10.75 9.83 10.66 11.08 10.08 ...
 $ DER               : num [1:157] 1.11 1.11 1.28 1.28 3.86 ...
 $ ROA               : num [1:157] 0.014 0.014 0.0259 0.0259 0.0508 ...
 $ CR                : num [1:157] 1.009 1.009 1.033 1.033 0.855 ...
 $ Inflasi_YoY       : num [1:157] 1.52 1.87 3.47 3.47 2.86 ...
 $ Tenor             : num [1:157] 7 5 5 7 3 5 3 5 1.02 2.99 ...
 $ Amount_Outstanding: num [1:157] 1.24e+11 1.70e+10 1.24e+11 ...
 $ Total_Aset        : num [1:157] 7.12e+12 7.12e+12 8.16e+12 ...
 $ Rating            : chr [1:157] "A(idn)" "A(idn)" "A(idn)" ...
```

Lampiran 2. Pembersihan Nama Variabel

```
> data <- data_raw %>%
+   clean_names()

> names(data)
[1] "no"                "emiten"            "tahun"
[4] "ytm"               "der"              "roa"
[7] "cr"               "inflasi_yo_y"      "tenor"
[10] "amount_outstanding" "total_aset"       "rating"
```

Lampiran 3. Konversi Rating Sukuk Menjadi Rating Score

```
> table(data$rating, data$rating_clean)

      A A- A+ AA AA- AA+ AAA BBB+
A(idn) 12  0  0  0  0  0  0  0
AA+(idn) 0  0  0  0  0  7  0  0
idA-(sy) 0  5  0  0  0  0  0  0
idA(sy) 34  0  0  0  0  0  0  0
idA+(sy) 0  0 70  0  0  0  0  0
idAA-(sy) 0  0  0  0  5  0  0  0
idAA(sy) 0  0  0 14  0  0  0  0
idAAA(sy) 0  0  0  0  0  0  1  0
idAAA(sy) (cg) 0  0  0  0  0  0  4  0
idBBB+(sy) 0  0  0  0  0  0  0  1
irA-(sy) 0  4  0  0  0  0  0  0

> table(data$rating_clean, data$rating_score)

      1  2  3  4  5  6  7  8
A      0  0 46  0  0  0  0  0
A-     0  9  0  0  0  0  0  0
A+     0  0  0 70  0  0  0  0
AA     0  0  0  0  0 14  0  0
```

```
AA-      0 0 0 0 5 0 0 0
AA+      0 0 0 0 0 0 7 0
AAA      0 0 0 0 0 0 0 5
BBB+     1 0 0 0 0 0 0 0
```

```
> summary(data$rating_score)
   Min. 1st Qu.  Median    Mean 3rd Qu.    Max.
 1.000   3.000   4.000   4.045   4.000   8.000
```

Lampiran 4. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

```
> describe(vars_desc)
```

	vars	n	mean	sd	median	min	max
ytm	1	157	9.27	1.20	9.22	6.29	12.48
der	2	157	1.30	1.09	0.90	0.25	7.20
roa	3	157	0.06	0.06	0.05	-0.04	0.28
cr	4	157	1.76	0.80	1.73	0.21	4.38
inflasi_yo_y	5	157	2.49	1.22	2.51	-0.09	5.95
tenor	6	157	4.36	1.60	4.99	1.01	10.00
amount_outstanding	7	157	2.981857e+11	2.926231e+11	2.227100e+11	1.550000e+08	1.700000e+12
total_aset	8	157	6.679428e+13	5.667264e+13	4.722342e+13	2.179798e+12	1.903407e+14
ln_issue_size	9	157	25.81	1.42	26.13	18.86	28.16
ln_total_aset	10	157	31.32	1.15	31.49	28.41	32.88
rating_score	11	157	4.04	1.37	4.00	1.00	8.00

Lampiran 5. Matriks Korelasi Antarvariabel

```
> round(cor_result, 3)
```

	ytm	der	roa	cr	inflasi_yo_y	tenor	ln_issue_size	ln_total_aset
rating_score								
ytm	1.000	0.410	-0.404	-0.430	0.204	0.186	-0.075	-0.203
der	0.410	1.000	-0.235	-0.511	-0.012	0.055	0.124	-0.208
roa	-0.404	-0.235	1.000	0.109	0.141	-0.059	-0.037	0.047
cr	-0.430	-0.511	0.109	1.000	-0.130	-0.055	0.014	0.481
inflasi_yo_y	0.204	-0.012	0.141	-0.130	1.000	0.166	-0.238	0.079
tenor	0.186	0.055	-0.059	-0.055	0.166	1.000	-0.103	0.046
ln_issue_size	-0.075	0.124	-0.037	0.014	-0.238	-0.103	1.000	0.207
ln_total_aset	-0.203	-0.208	0.047	0.481	0.079	0.046	0.207	1.000
rating_score	-0.315	0.102	0.193	0.031	0.162	0.246	0.036	0.332

Lampiran 6. Uji Multikolinearitas

```
> vif(model_vif1)
```

	GVIF	Df	GVIF^(1/(2*Df))
der	1.508282	1	1.228122
roa	1.308267	1	1.143795
cr	1.909627	1	1.381892
tenor	1.201869	1	1.096298
ln_issue_size	1.257844	1	1.121536
ln_total_aset	1.677321	1	1.295114

rating_score	1.392642	1	1.180102
tahun	1.797587	4	1.076059

Lampiran 7. Hasil Estimasi Model 1

```
> summary(model1)

OLS estimation, Dep. Var.: ytm
Observations: 157
Fixed-effects: tahun: 5
Standard-errors: Clustered (emiten)

      Estimate Std. Error   t value   Pr(>|t|)
der      0.308163   0.097309   3.166845 3.3769e-03 **
roa     -6.840558   1.277648  -5.354026 7.0923e-06 ***
cr      -0.451502   0.111113  -4.063453 2.9294e-04 ***
tenor     0.128258   0.035251   3.638372 9.5567e-04 ***
ln_issue_size -0.010770  0.036509  -0.295002 7.6990e-01
ln_total_asset 0.107600  0.082015   1.311945 1.9887e-01
rating_score -0.287395  0.049155  -5.846724 1.6924e-06 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
RMSE: 0.750188      Adj. R2: 0.577823
                  Within R2: 0.550124
```

Lampiran 8. Hasil Estimasi Model 2

```
> summary(model2)

OLS estimation, Dep. Var.: ytm
Observations: 157
Fixed-effects: tahun: 5
Standard-errors: Clustered (emiten)

      Estimate Std. Error   t value   Pr(>|t|)
der_c      0.357784   0.056479   6.334810 4.1322e-07 ***
roa_c     -7.341888   1.157177  -6.344654 4.0169e-07 ***
cr_c     -0.343680   0.118767  -2.893744 6.7996e-03 **
inflasi_c  0.135957   0.072712   1.869804 7.0684e-02 .
der_x_inflasi 0.142093  0.031183   4.556787 7.1699e-05 ***
roa_x_inflasi 2.314496  1.075267   2.152484 3.9004e-02 *
cr_x_inflasi 0.169433  0.060353   2.807392 8.4364e-03 **
tenor     0.124517   0.035856   3.472742 1.4991e-03 **
ln_issue_size -0.000327  0.036959  -0.008855 9.9299e-01
ln_total_asset 0.067843  0.087213   0.777901 4.4234e-01
rating_score -0.298952  0.044041  -6.788099 1.1322e-07 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
RMSE: 0.716237      Adj. R2: 0.604253
                  Within R2: 0.589921
```

Lampiran 9. Uji Heteroskedastisitas dan Autokorelasi

```
> bptest(bp_model1)

studentized Breusch-Pagan test

data:  bp_model1
BP = 10.983, df = 11, p-value = 0.4447

> dwtest(bp_model1)

Durbin-Watson test

data:  bp_model1
```

DW = 1.9419, p-value = 0.2091
 alternative hypothesis: true autocorrelation is greater than 0

Lampiran 10. Robustness Check

```
> etable(model2, model2_no_rating, model2_no_fe)
```

Dependent Var.:	model2 ytm	model2_no_rating ytm	model2_no_fe ytm
der_c	0.3578*** (0.0565)	0.2920*** (0.0689)	0.3636*** (0.0799)
roa_c	-7.342*** (1.157)	-9.070*** (1.220)	-5.470*** (1.171)
cr_c	-0.3437** (0.1188)	-0.3249. (0.1877)	-0.2904* (0.1074)
inflasi_c	0.1360. (0.0727)	0.0987 (0.0720)	0.2658*** (0.0515)
der_x_inflasi	0.1421*** (0.0312)	0.1257** (0.0380)	0.1406*** (0.0316)
roa_x_inflasi	2.314* (1.075)	2.189* (1.052)	2.043 (1.294)
cr_x_inflasi	0.1694** (0.0604)	0.2279*** (0.0600)	0.2011*** (0.0507)
tenor	0.1245** (0.0359)	0.0744* (0.0334)	0.1432** (0.0428)
ln_issue_size	-0.0003 (0.0370)	0.0155 (0.0426)	-0.0400 (0.0486)
ln_total_asset	0.0678 (0.0872)	-0.0594 (0.1018)	0.0832 (0.0817)
rating_score	-0.2990*** (0.0440)		-0.3470*** (0.0602)
Constant			8.479** (2.388)
Fixed-Effects:	-----	-----	-----
tahun	Yes	Yes	No
S.E.: Clustered	by: emiten	by: emiten	by: emiten
Observations	157	157	157
R2	0.64231	0.56325	0.55114
Within R2	0.58992	0.49928	--

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1			

Lampiran 3 Biodata Peneliti

BIODATA PENENLITI



Nama Lengkap : Moh Syarif Jauhari

Tempat, Tanggal Lahir : Pati, 17 Januari 2000

Alamat Asal : Desa Jetak Rt 01 Rw 01, Kec. Wedarijaksa Kab. Pati Jawa Tengah

Alamat Domisili : Gg. Manggis No. 364 B. Dusun Semanding Desa Sumbersekar Kec. Dau Kab. Malang

Telepon/HP : +6289652194626

E-mail : syarifjauhari@gmail.com

Instagram : @syarif_jau

Pendidikan Formal

2004-2006 : TK Harapan Bangsa

2006-2012 : SDN Jetak

2012-2016 : MTs Raudlatul Ulum

2016-2019 : MA Raudlatul Ulum

2019-2024 : S1 Ekonomi Syariah UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

2024-2026 : S2 Ekonomi Syariah UIN Maulana Malik Ibrahim Malang