

## BAB I

### PENDAHULUAN

#### A. Latar Belakang

Konsep keuangan berbasis syariah pada akhir dasawarsa ini telah mampu diterima di kalangan masyarakat di Indonesia maupun di dunia, konsep keuangan berbasis syariah telah menjadi alternatif yang baik bagi pasar yang menghendaki *sharia compliance* (kepatuhan syariah) ataupun bagi pasar konvensional sebagai *profit source* (sumber keuntungan). Diawali dari Negara-Negara Timur Tengah yang tidak mengizinkan adanya bunga di setiap transaksi keuangannya, kemudian berlanjut ke Negara-Negara Asia Tenggara seperti Indonesia, Malaysia dan Brunei Darussalam. Tak khayal kini produk keuangan dan investasi berbasis syariah telah di aplikasikan ke pasar keuangan Eropa, Asia dan Amerika Serikat. Selain itu lembaga-lembaga internasional yang menjadi infrastruktur pendukung keuangan islam telah di dirikan, seperti *Accounting and Auditing Organization for Islamic Institution (AAOIFI)*, *International Financial Service Board (IFSB)*, *International Islamic Financial Market (IIFM)*, dan *Islamic Research and Training Institute (IRTI)* (Endri, 2009).

Salah satu instrumen keuangan yang berbasis syariah adalah obligasi syariah atau yang lebih di kenal dengan istilah "Sukuk".

Obligasi syariah atau sukuk dapat di terbitkan oleh Negara (*sovereign sukuk*) ataupun swasta (*corporation sukuk*). Pada saat ini ada beberapa Negara yang menjadi pioner penerbitan sukuk Negara (*sovereign sukuk*) seperti Malaysia, Bahrain, Brunei Darussalam, Uni Emirate Arab, Pakistan, Qatar, dan State of Saxony Anhalt-Jerman (Endri, 2009).

Sukuk menghadirkan perkembangan baru di *global capital market* dan menjadi salah satu dari beberapa instrumen syariah yang berkembang cukup pesat, yang menjadi pertimbangan bagi kalangan investor sebagai salah satu produk syariah yang inovatif. sebagai asset yang masih relatif baru dan muda di *global capital market* tidak bisa di hindari bahwa sukuk menghadapi masalah-masalah khas dari tahap awal pengembangannya. Hal itu pernah di pertanyakan oleh beberapa cendekiawan muslim dunia seperti Sheikh Muhammad Taqi Usmani sebagai ketua AAOIFI (*Accounting and Auditing Organization for Islamic Institution*) dia berpendapat bahwa 85% dari penerapan sukuk belum sepenuhnya sesuai syariah islam khususnya sukuk *ijarah* (Wan Y, Tan).

Untuk membenahi implementasi sukuk agar sesuai syariah Dewan Syariah AAOIFI (*Accounting and Auditing Organization for Islamic Institution*) mempelajari subjek dari penerbitan sukuk dalam tiga sesi antara 2007 dan 2008, setelah mempertimbangkan pada pertemuan-pertemuan tersebut dan meninjau makalah dan studi yang di sajikan di dalam pertemuan tersebut akhirnya pada Februari 2008 dewan syariah

mengeluarkan resolusi untuk menyoroiti berbagai daerah dari sukuk yang di anggap belum sesuai syariah, dan AAOIFI (*Accounting and Auditing Organization for Islamic Institution*) juga menyarankan agar lembaga keuangan syariah dan penerbit sukuk untuk mematuhi peraturan dan prinsip-prinsip yang di tetapkan AAOIFI (*Accounting and Auditing Organization for Islamic Institution*) (Wan Y, Tan).

Secara umum sukuk di gunakan untuk perdagangan di wilayah muslim pada abad pertengahan. Fakta historis menunjukkan bahwa sukuk secara nyata di gunakan secara luas oleh masyarakat muslim pada abad pertengahan dalam bentuk surat berharga yang mewakili kewajiban pembiayaan yang berasal dari perdagangan dan kegiatan komersial lainnya.

Dalam perkembangannya, upaya mengembangkan dan meluncurkan kembali surat berharga yang mirip dengan obligasi tetapi sesuai dengan syariah di lakukan kembali pada tahun 1978 oleh Yordania. Pemerintah setempat mengizinkan Bank Islam Jordan untuk menerbitkan obligasi islami yang di kala itu dikenal dengan obligasi *mukhorodoh*. Hal ini kemudian diikuti dengan di terbitkannya *mukhorodoh Bond* pada tahun 1981. Upaya senada juga di lakukan oleh Pakistan yang menerbitkan undang-undang (UU) khusus yang di sebut dengan Peraturan Perusahaan Mudhorobah dan Aturan Pengembangan dan Kontrol Mudhorobah 1980. Sayangnya tidak satupun dari upaya ini menghasilkan aktifitas berarti karena minimnya infrastruktur yang sesuai dan kurangnya transparansi

dalam pasar tersebut. Penerbitan obligasi islam yang pertama kali sukses

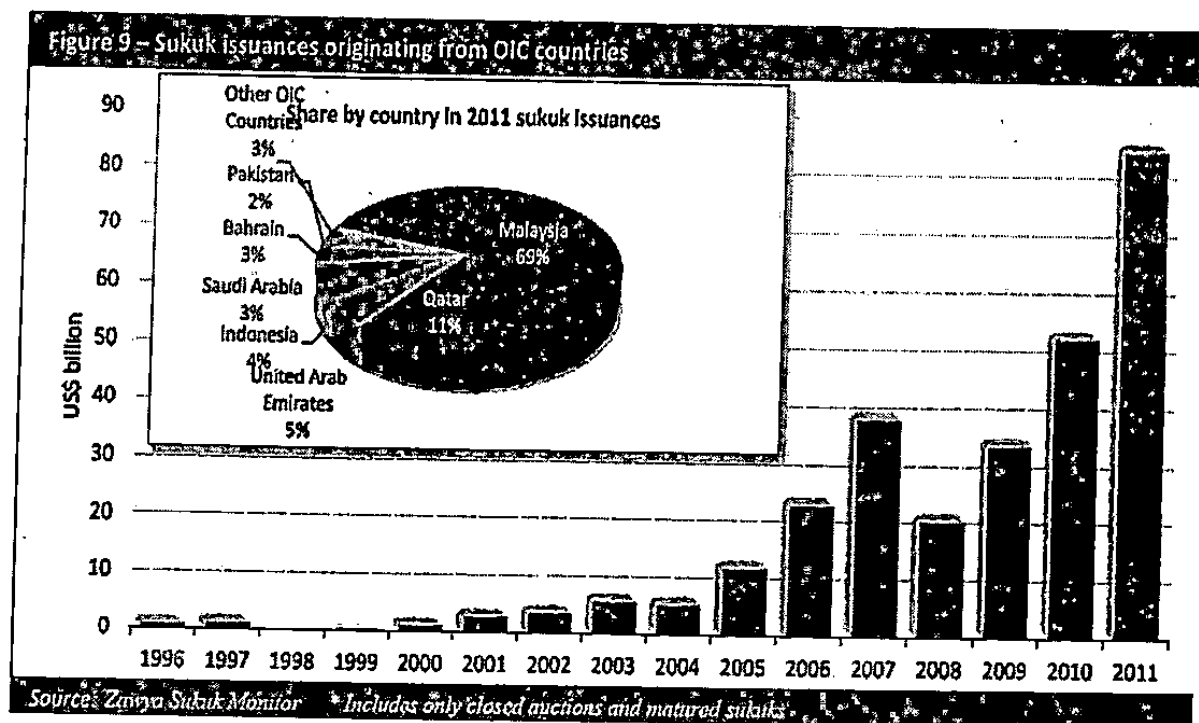
adalah *Government Investment Issues* (GII) yang sebelumnya di kenal dengan *Government Investment Certificate* (GIC). Yang di lakukan oleh pemerintah Malaysia pada tahun 1983. Namun, langkah inovasi yang ada lamban dan institusi financial Islam saat itu tidak dapat mengembangkan pasar aktif bagi sekuritas tersebut. Berikutnya, kesuksesan sekuritisasi asset dalam pasar konvensional menghadirkan kerangka yang justru dapat diaplikasikan untuk asset Islam. Pada akhir tahun 1990, struktur berbasis aset yang cukup diakui dalam bentuk sukuk dikembangkan di Bahrain dan Malaysia. Struktur ini menarik perhatian investor karena dianggap kendaraan potensial untuk mengembangkan pasar capital Islam (Kholis, 2011).

Masih di era 1990-an institusi keuangan di wilayah Negara-negara muslim termasuk Malaysia, Pakistan dan Mesir menerbitkan sekuritas yang kurang lebih mirip dengan sekuritas konvensional dengan sedikit perbaikan. Di awal tahun 2000, Negara-negara muslim yang lainnya mulai menerbitkan sekuritisasi yang benar-benar sesuai syariah. Sukuk pertama kali di terbitkan oleh Malaysia di awal tahun 2000, kemudian Bahrain pada tahun 2001 atau setahun setelah Malaysia menerbitkan sukuk, kemudian Indonesia di awal tahun 2002. Setelah itu Negara-negara muslim ataupun non-muslim lainnya mulai bergabung dalam pererbitan sukuk itu sendiri (Mohammed Idris).

Selama 15 tahun terakhir, volume penerbitan sukuk memang

tahunan dari penerbitan sukuk di Negara-negara anggota OIC (*Organization of Islamic Cooperation*) mengalami peningkatan mencapai US \$84.5 triliun pada tahun 2011. Dan pertumbuhan ini tercatat sebagai pertumbuhan yang eksponensial dalam sejarah sukuk selama lebih dari satu dekade terakhir. Bagaimanapun, bila di bandingkan dengan besarnya jumlah pembiayaan yang ada, masih dibutuhkan pengembangan infrastruktur khususnya di Negara-negara anggota OIC (*Organization of Islamic Cooperation*). Karena apapun yang terjadi pasar sukuk adalah pasar yang relatif baru, jadi diperlukan pengembangan lebih lanjut (OIC & SESRIC, 2012).

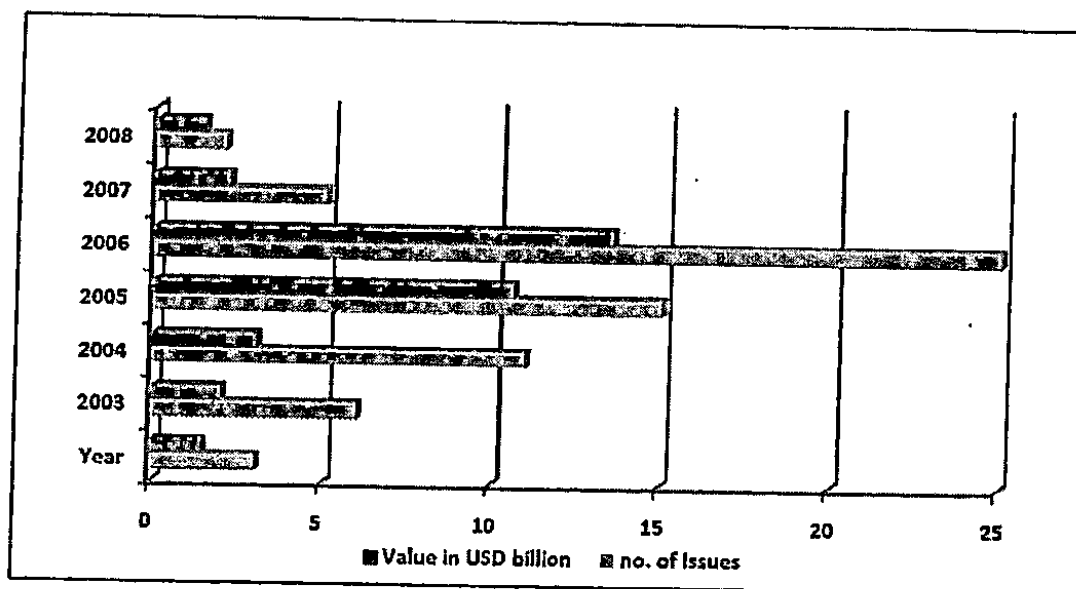
**Tabel 1.1**  
**Perkembangan sukuk dari tahun 1996-2011**  
**di Negara-negara anggota OIC**



Sumber: OIC, SESRIC 2012

Namun, setelah pasar sukuk mengambil langkah pada tahun 2006, dunia dihadapkan pada salah satu krisis keuangan yang paling buruk sejak depresi besar. Dan pasar sukuk tidak kebal terhadap efek yang ditularkan dari krisis keuangan global tersebut. Dengan pendukung-pendukung system keuangan global yang menuju kebangkrutan, kepercayaan dari investasi publik pun tergoncang, konvensional ataupun syariah melemah, dan para investor berlarian mengambil kembali apa yang menjadi hak mereka dari sekuritas yang ada. Pasar internasional sukuk yang terlihat pada tahun 2007 ada sekitar 26 sukuk yang diterbitkan senilai US\$ 13.8 triliun, mengalami penurunan secara drastis pada tahun 2008 menjadi US\$ 2.1 triliun dan hanya ada 5 sukuk yang di terbitkan, dan pada tahun 2009

**Tabel 1.2**  
**Perkembangan penerbitan sukuk setelah krisis keuangan global**



Source: In-house IIFM Sukuk issuance database

Meskipun demikian, pasar global sukuk mengalami peningkatan dengan CAGR (*Compound Annual Growth Rate*) mencapai 88% antara tahun 2001 sampai Juni 2009, dan pasar internasional sukuk tumbuh lebih cepat dengan CAGR (*Compound Annual Growth Rate*) mencapai 106.8% (IIFM, 2008).

**Tabel 1.3**  
**Pertumbuhan Pasar Sukuk**

For The Year	International Market	Global Market
2004	91.0%	86.1%

2005	71.6%	69.8%
2006	147.1%	104.4%
2007	76.1%	89.2%
2008	6.8%	15.9%
2009	8.5%	19.4%
<b>CAGR</b>	<b>106.8%</b>	<b>88.3%</b>

Source: In-house IIFM *Sukuk* issuance Database

Di kawasan Asia, Malaysia menjadi satu-satunya Negara yang menginspirasi Negara-negara Asia bahkan dunia untuk mengembangkan pasar sukuk. Di awali pada tahun 1990, pada saat itu sukuk pertama kali diterbitkan oleh perusahaan non-Islam Shell-MDS senilai RM 125 miliar. Kemudian di tahun 2002, Malaysia meraih pencapaian yang sangat signifikan ketika pemerintah Malaysia memutuskan untuk menerbitkan sukuk, dan itu menjadi sukuk Negara pertama yang ada di dunia dengan total nilai mencapai US\$ 600 miliar. Dengan penerbitan itu Negara Malaysia menjadi rujukan internasional dalam penerbitan internasional sukuk pemerintah. Sejak saat itu Malaysia terpilih menjadi pioneer dunia dalam penerapan inovasi sukuk di *capital market* dunia (Wahidah Ahmad & Rafisa Mat Radzi).

Dengan situasi seperti sekarang ini, Malaysia tidak hanya menjadi Negara pioneer dalam penerbitan sukuk tetapi lebih dari itu, Malaysia juga



(di akhir tahun 2009) dari total penerbitan sukuk dunia 66,8%, dengan total nilai mencapai US\$ 67,872 miliar (Hafidz Ab Majid).

**Tabel 1.4**  
**Pasar Sukuk Domestik**

Country	Volume (US\$ millions)	No. of Issues	% of Total Value
<i>Asia</i>			
Malaysia	67,872	792	66.8
Indonesia	1,923	48	1.9
Pakistan	1,657	31	1.6
Brunei	740	13	0.7
Singapore	99	2	0.1
<i>GCC</i>			
Saudi Arabia	7,665	10	7.5
UAE	7,151	10	7.0
Bahrain	1,508	77	1.5
Qatar	137	1	0.1
<i>US, Europe and Africa</i>			
US	167	1	0.2
Germany	123	1	0.1
Gambia	0,388	1	0.0
Sudan	12,614	20	12.4
<b>Total</b>	<b>101,656</b>	<b>1,007</b>	<b>100.0</b>

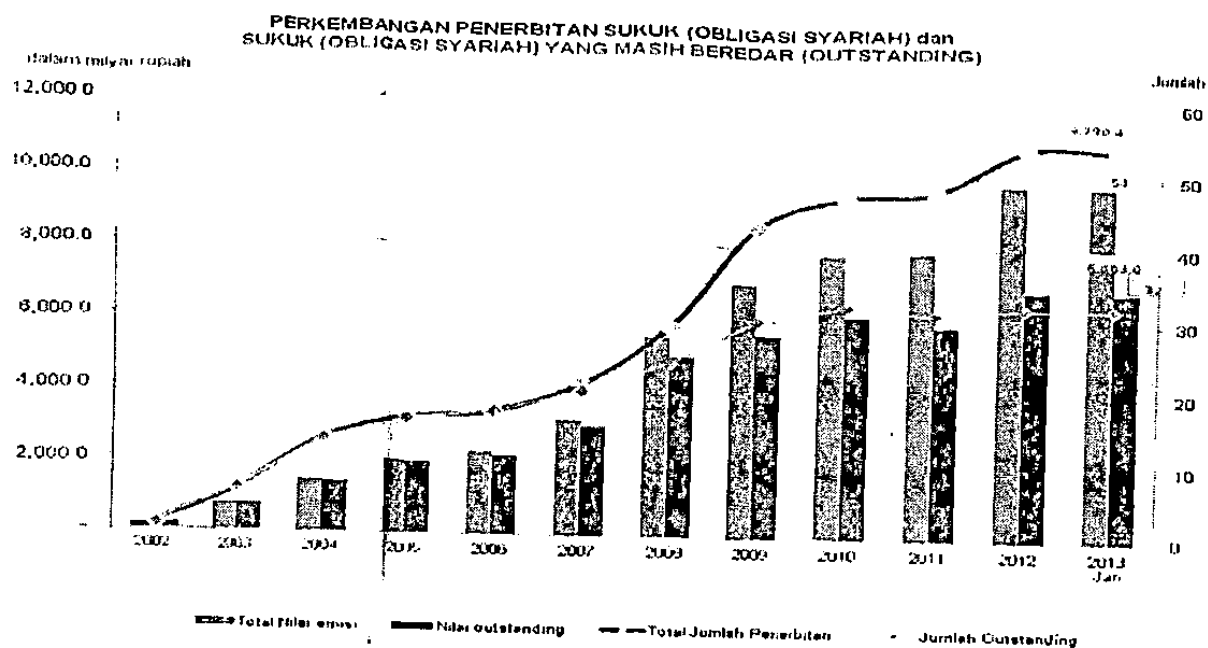
Source: International Islamic Financial Market-IIFM (2009)

Dari tabel di atas bisa dilihat bahwa Malaysia menjadi Negara dengan total penerbitan sukuk terbesar di kawasan regional Asia dan dunia, dengan total mencapai US\$ 67,872 miliar. Kemudian disusul dengan Indonesia satu tingkat di bawah Malaysia dengan total nilai mencapai US\$ 1,923 miliar, dengan 48 penerbitan sukuk, dan Indonesia menjadi Negara terbesar kedua di kawasan Asia setelah Malaysia dalam penerbitan sukuk.

Di Indonesia awal mula sukuk di terbitkan pada tahun 2002 oleh PT Indosat Tbk dengan total nilai mencapai Rp 175 miliar dengan akad mudhorobah. Pada tahun berikutnya, jumlah emisi sukuk meningkat masing-masing 5 emisi pada tahun 2003 dan 7 emisi pada tahun 2004

dengan nilai masing-masing Rp 565 miliar dan Rp 684 miliar (Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2012).

Tabel 1.5



JUMLAH TOTAL NILAI DAN JUMLAH EMISI SUKUK DAN SUKUK OUTSTANDING

Tahun	Emisi Sukuk		Sukuk Outstanding	
	Total Nilai (Rp miliar)	Total Jumlah	Total Nilai (Rp miliar)	Total Jumlah
2002	175.0	1	175.0	1
2003	740.0	6	740.0	6
2004	1,424.0	13	1,394.0	13
2005	2,009.0	16	1,979.4	16
2006	2,282.0	17	2,179.4	17
2007	3,174.0	21	3,029.4	20
2008	5,498.0	29	4,958.4	24
2009	7,015.0	43	5,621.4	30
2010	7,815.0	47	6,121.0	32
2011	7,915.4	48	5,876.0	31
2012	9,790.4	54	6,883.0	32
2013 Januari	9,790.4	54	6,883.0	32

Sumber : Bapepam LK, Januari 201

Sukuk merupakan salah satu instrumen investasi yang memberikan peluang bagi investor muslim dan non-muslim untuk berinvestasi di Indonesia. Sehingga, sukuk dapat dimanfaatkan untuk membangun perekonomian bangsa dan menciptakan kesejahteraan masyarakat. Fakta selama ini menunjukkan bahwa pasar sangat responsif terhadap penerbitan sukuk. Hampir semua sukuk yang diterbitkan, diserap habis oleh pasar, bahkan pada beberapa kasus menimbulkan kelebihan permintaan (Abdul Fatah, 2012).

Dari tabel di atas diketahui bahwa perkembangan sukuk di Indonesia dari awal penerbitan tahun 2002 hingga Januari 2013 mengalami pertumbuhan yang cukup signifikan. Menariknya, investor-investor tidak hanya berasal dari institusi-institusi keuangan syariah saja, melainkan juga datang dari institusi-institusi konvensional. Dan total emisi sukuk hingga saat ini tercatat ada 54 emisi dengan nilai mencapai Rp 9.790.4 miliar. Dan

jumlah ini akan terus meningkat seiring dengan hadirnya sukuk

mengingat bahwa obligasi syariah atau sukuk secara tidak langsung telah memiliki tempat tersendiri di mata para investor, selain itu, sukuk juga merupakan investasi yang cukup menjanjikan untuk skala jangka panjang, meskipun masih banyak kekurangan dalam perkembangannya, ditambah lagi dengan populasi rakyat Indonesia yang mayoritas adalah muslim, hal itu membuat perkembangan investasi syariah berkembang lebih cepat.

Di Indonesia, pasar keuangan syari'ah termasuk sukuk tumbuh dengan cepat, meskipun porsinya dibandingkan pasar konvensional masih relatif sangat kecil. Untuk keperluan pengembangan basis sumber pembiayaan anggaran negara dan dalam rangka pengembangan pasar keuangan syari'ah dalam negeri, pemerintah telah mengesahkan RUU tentang Surat Berharga Syari'ah Negara (SBSN). UU SBSN tersebut akan menjadi *legal basis* bagi penerbitan dan pengelolaan sukuk negara. Disahkannya UU SBSN merupakan kesempatan bagi lembaga keuangan syari'ah untuk mengembangkan instrumen keuangan syari'ah lebih serius lagi terutama sukuk (Abdul Fatah, 2011). kemudian Undang-Undang tersebut di perkuat dengan fatwa yang di keluarkan oleh DSN MUI NO : 69/DSN-MUI/VI/2008 mengenai Surat Berharga Syariah Nasional (SBSN). Secara syariah dikeluarkannya fatwa tersebut berlandaskan atas

يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ  
بِالْبَطِيلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا  
أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا ﴿١٦٠﴾

*"Hai orang yang beriman! Janganlah kalian saling memakan (mengambil) harta sesamamu dengan jalan yang bathil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan sukarela di antaramu..."*

Hal inilah yang melatar belakangi penulis untuk menganalisis seberapa besar perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah menerbitkan obligasi syariah, terkait dengan rasio keuangan. Selain itu, penulis juga mencoba untuk memaparkan perbedaan antara obligasi syariah dan obligasi konvensional secara umum agar dapat menarik beberapa perusahaan dan investor untuk menggunakannya. Dari pengetahuan ini diharapkan pihak perusahaan semakin selektif dalam membuat keputusan modal terutama kepada perusahaan yang peduli dengan *shariah compliance*. Sehingga pada akhirnya nanti prinsip-prinsip syariah dapat menjadi pertimbangan khusus dalam menjalankan usaha secara khusus dan menjalankan ekonomi secara umum.

Penelitian ini tidak jauh dari penelitian sebelumnya seperti yang dilakukan oleh Iko Taufik Muzaki (2012) yaitu membandingkan kinerja perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah dengan perusahaan yang menerbitkan obligasi konvensional dan penelitian yang dilakukan oleh Tengku Indra Pramana Putra (2010) yaitu analisis perbedaan kinerja *Go Public* sebelum dan setelah menerbitkan obligasi syariah.

Indonesia. Yang membedakan penelitian ini dari penelitian yang dilakukan oleh Iko Taufik (2012) adalah objek penelitian yang digunakan yaitu hanya satu perusahaan saja, sedangkan penelitian yang dilakukan Iko Taufik (2012) membandingkan dua perusahaan. Dan pada penelitian yang dilakukan oleh Tengku Indra Pramana (2010) adalah pada variable yang digunakan.

Alat ukur yang dipakai pada penelitian ini adalah rasio-rasio kinerja yang dinilai cukup baik dan cukup mewakili untuk melihat seberapa baik kinerja perusahaan. Namun tidak semua rasio kinerja operasi digunakan pada penelitian ini, hanya rasio-rasio kinerja yang dianggap berpengaruh dan cukup mewakili dalam penerbitan obligasi syariah. Oleh karena itu penggunaan rasio dalam penelitian ini tidak jauh berbeda dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Iko Taufik (2012) yaitu rasio likuiditas yang diukur dengan *Current Ratio* (CR), rasio aktifitas yang diukur dengan *Total Asset Turnover* (TATO), rasio profitabilitas yang diukur dengan *Return On Asset* (ROA) dan rasio pasar yang diukur dengan *Price Earning Ratio* (PER). Alasan pemilihan keempat rasio-rasio tersebut adalah pertama, untuk mempresentasikan setiap rasio yang ada sehingga dapat digunakan untuk mengetahui kinerja keuangan dan reaksi pasar perusahaan sebelum dan sesudah penerbitan obligasi syariah. Kedua, adanya hubungan yang kuat antara rasio keuangan dan rasio pasar tersebut dengan penerbitan obligasi syariah, yang mana setiap dana yang di dapat dari penerbitan obligasi syariah akan digunakan untuk membalik atau

mencukupi asset untuk operasi perusahaan guna menghasilkan pendapatan dan mencukupi kewajiban perusahaan.

Dari penjelasan di atas, maka penulis mengambil judul penelitian yaitu “ANALISIS PERBANDINGAN KINERJA PERUSAHAAN SEBELUM DAN SESUDAH PENERBITAN OBLIGASI SYARIAH”

## **B. Rumusan Masalah**

Berdasarkan penjelasan latar belakang di atas, maka yang menjadi rumusan masalah dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah ada perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah menerbitkan obligasi syariah diukur dari *Current Ratio*(CR)?
2. Apakah ada perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah menerbitkan obligasi syariah diukur dari *Total Asset Turn Over* (TATO)?
3. Apakah ada perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah menerbitkan obligasi syariah diukur dari *Return On Asset* (ROA)?
4. Apakah ada perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah menerbitkan obligasi syariah diukur dari *Debt to Equity Ratio* (DER)?

## **C. Tujuan dan Manfaat Penelitian**

### **1. Tujuan Penelitian**

Berdasarkan penjelasan dari latar belakang dan pokok masalah diatas, maka tujuan dan tujuan dan manfaat penelitian adalah sebagai berikut:

- a. Menganalisis kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah penerbitan obligasi syariah yang diukur dari rasio likuiditas.
- b. Menganalisis kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah penerbitan obligasi syariah yang diukur dari rasio aktifitas.
- c. Menganalisis kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah penerbitan obligasi syariah yang diukur dari rasio profitabilitas.
- d. Menganalisis kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah penerbitan obligasi syariah yang diukur dari rasio pasar.

### **2. Manfaat Penelitian**

Penelitian ini diharapkan dapat memeberikan manfaat bagi seluruh pihak diantaranya yaitu:

- a. Bagi peneliti, dengan melakukan penelitian ini diharapkan dapat memperoleh pengetahuan dan pemahaman tentang investasi porotfolio syariah khususnya instrument obligasi syariah.
- b. Bagi emiten atau perusahaan, penelitian ini diharapkan mampu menjadi alternatif dari operasional perusahaan dalam hal pengumpulan dana dan memberikan saran dan masukan dalam rangka peningkatan dan pengembangan instrument



- c. Bagi akademisi, penelitian ini diharapkan dapat menjadi acuan untuk melakukan penelitian lebih lanjut terutama berkaitan dengan kinerja perusahaan.
- d. Bagi investor, penelitian ini semoga dapat menjadi pertimbangan dalam melakukan investasi jangka panjang khususnya investasi dibidang obligasi syariah.

#### **D. Sistematika Penulisan**

Sistematika penulisan skripsi ini akan disajikan dalam lima bab, yaitu:

Bab I yaitu pendahuluan, pada bab ini memuat tentang penjelasan yang melatar belakangi penelitian ini secara umum, tujuan dan manfaat penelitian dan sistematika penulisan.

Bab II yaitu landasan teori, bab ini membahas tentang tinjauan teoritis yang digunakan dalam penelitian, telaah pustaka dan hipotesis.

Bab III yaitu metodologi penelitian, bab ini menjelaskan tentang jenis dan sifat penelitian, populasi dan sampel penelitian, definisi operasional variable, sumber data, teknik analisis data dan teknik pengujian hipotesis.

Bab VI yaitu analisis data dan pembahasan, bab ini menjelaskan tentang hasil analisis dari pengolahan data, analisis data secara deskriptif maupun analisis data hasil pengujian hipotesis. Selanjutnya, dilakukan pembahasan mengenai hasil analisis data yang diperoleh.

Bab V penutup, bab ini menjelaskan tentang kesimpulan penelitian dan saran dari hasil analisis data yang berkaitan dengan penelitian.