

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Obligasi Secara Umum

1. Pengertian Obligasi Konvensional

Obligasi (*bond*) dapat di definisikan sebagai hutang jangka panjang yang akan dibayarkan kembali pada saat jatuh tempo dengan bunga yang jika ada. Dari definisi ini dapat dimengerti bahwa obligasi adalah suatu utang atau jangka panjang (*bond*), sedang utang jangka pendek disebut *bill*. Nilai utang dari obligasi dibayarkan pada saat jatuh temponya (Jogiyanto,2008).

Obligasi merupakan surat utang jangka menengah-panjang yang dapat dipindahtangankan yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut (www.idx.co.id).

Secara umum obligasi adalah surat utang jangka menengah atau panjang yang dikeluarkan oleh perusahaan yang mana utang tersebut akan dibayarkan pada saat jatuh tempo dan pihak yang menerbitkan obligasi berkewajiban membayar imbalan dalam bentuk bunga kepada pemegang obligasi.

Obligasi sebagaimana sekuritas pendapatan tetap (*fixed income securities*) memiliki beberapa karakteristik: pertama surat berharga yang

mempunyai kekuatan hukum. *Kedua*, memiliki jangka waktu tertentu atau masa jatuh tempo. *Ketiga*, memberikan pendapatan tetap secara periodic. *Keempat*, ada nilai nominal, yang disebut juga 'nilai *pari, par value, stated value, face value*, atau *nilai kopur*. Sebagai surat utang, penerbitan obligasi melibatkan perjanjian kontrak yang mengikat antara pihak penerbit (*issuer*) dengan pihak pembeli pinjaman/investor/*bondholder*. Kontrak perjanjian yang mengikat antara penerbit dengan pihak yang memberi pinjaman sebagai investor minimal harus berisi sebagai empat hal:

- a. Besarnya tingkat kupon serta periode pembayarannya
- b. Jangka waktu jatuh tempo
- c. Besarnya nominal, dan
- d. Jenis obligasi (Sudarsono, 2008: 238).

2. Terminologi Obligasi

Menurut Mariannete Antonia (2007) dalam Iko Taufik (2012), ada beberapa terminologi-terminologi penting dalam obligasi adalah sebagai berikut :

- a. Klaim terhadap pendapatan dan asset

Karena obligasi merupakan suatu surat utang, maka klaim terhadap pendapatan dan asset perusahaan bagi pemegang saham.

Pemegang saham hanya akan menerima deviden setelah

pemegang obligasi dan pemegang saham *preferred* memperoleh

hak-nya. Demikian pula halnya pada kondisi kerangskutan, klaim untuk pemegang obligasi harus di penuhi dahulu baru kemudian pemegang saham akan mendapat bagian dari sisa hasil likuiditas asset.

b. Nilai par

Nilai par atau nilai principal adalah nilai pokok obligasi yang di tentukan oleh emiten sekuritas pada saat obligasi tersebut ditawarkan emiten kepada investor.

c. Suku bunga kupon

Suku bunga kupon dalam suatu obligasi menunjukkan presentase dari *par value* obligasi yang di bayar secara pertahun dalam bentuk bunga.

d. *Maturity*

Maturity dari suatu obligasi menunjukkan panjangnya waktu sampai *issuer* mengembalikan *par value* kepada *bondholder*.

e. *Indenture*

Indenture adalah dookumen legal yang memuat hal-hak pemegang obligasi maupun emiten obligasi. Dokumen tersebut akan memuat spesifikasi tertentu seperti waktu jatuh tempo obligasi, waktu pembayaran bunga dan pembatasan pembagian deviden bagi para pemegang saham perusahaan. Di Indonesia,

indenture disebut sebagai *Perjanjian Dasar* (BYA)

Redemption adalah pelunasan obligasi oleh penerbit obligasi sebelum masa jatuh tempo.

g. Peringkat obligasi

Peringkat obligasi adalah opini yang obyektif dan menyeluruh atas kemampuan dan kemauan penerbit obligasi untuk melakukan pembayaran pokok dan bunga secara tepat waktu. Peringkat ini mencakup penilaian mengenai resiko potensial di masa yang akan datang dari suatu obligasi. Peringkat suatu obligasi mempengaruhi tingkat *return* yang diminta oleh investor. Semakin lemah peringkat dari suatu obligasi, semakin tinggi tingkat *return* yang diminta oleh investor. Peringkat bukan merupakan rekomendasi untuk membeli, menjual, atau menahan suatu obligasi. Peringkat juga memberikan indikasi mengenai kemungkinan investor memperoleh kembali investasinya sesuai dengan yang dijanjikan, namun tidak memberikan prediksi yang spesifik atas probabilitas terjadinya kegagalan (Iko Taufik, 2012: 14).

3. Karakteristik Obligasi

Obligasi (*bond*) merupakan sekuritas yang diterbitkan sehubungan dengan perjanjian pinjaman. Di bawah ini akan dibahas karakteristik obligasi.

obligasi kepada pihak pemilik dana dengan imbalan sejumlah uang, jadi obligasi tersebut merupakan surat pernyataan utang dari pihak pinjaman. Perjanjian tersebut mewajibkan penerbit obligasi (pihak peminjam) untuk melakukan pembayaran tertentu kepada pemegang obligasi pada waktu yang telah ditentukan. Obligasi berbunga pada umumnya mewajibkan pihak penerbit untuk melakukan pembayaran bunga tengah tahunan hingga masa jatuh tempo kepada pemegang obligasi. Pembayaran bunga ini disebut sebagai *pembayaran kupon*. Penerbit obligasi akan membayar seluruh utangnya pada saat jatuh tempo sesuai dengan nilai nominal (*par value* atau *face value*) obligasi tersebut. Tingkat imbal hasil kupon (*coupon rate*) dari obligasi tersebut menentukan berapa bunga yang harus dibayar dimana pembayaran tahunan merupakan tingkat hasil kupon dikalikan nilai nominal obligasi. Nilai kupon, tanggal jatuh tempo, dan nilai nominal suatu obligasi adalah bagian dari kontrak obligasi (*bond indenture*) antara penerbit dan pemegang obligasi (Bodie/Kane/Marcus,2005: 4).

4. Jenis-jenis Obligasi

Obligasi memiliki beberapa macam dan jenis yang dikenal di pasar Indonesia, antara lain sebagai berikut :

a. Berdasarkan penerbit / issuer

Pemerintah juga membutuhkan dana untuk pembangunan Negara. Salah satunya adalah dengan meminjam jangka panjang dengan masyarakat. Surat utang pemerintah ini disebut dengan SUN (Surat Utang Negara) atau umumnya dikenal dengan nama obligasi pemerintah (*government bond*). Obligasi pemerintah dianggap lebih aman dibandingkan dengan obligasi perusahaan.

2) *Municipal bond*

Municipal bond adalah obligasi yang dikeluarkan oleh pemerintah daerah, seperti pemerintah provinsi, kota dan kabupaten. Pemerintah daerah biasanya mengeluarkan obligasi ini untuk pembiayaan modal, seperti membangun jalan raya, perumahan rakyat, rumah sakit umum, universitas dan lainnya.

3) Obligasi perusahaan

Obligasi perusahaan adalah surat utang jangka panjang yang dikeluarkan oleh perusahaan swasta dengan nilai utang akan dibayarkan kembali pada saat jatuh tempo dengan pembayaran kupon atau tanpa kupon yang sudah ditentukan di kontrak utangnya (Jogiyanto, 2008).

b. Berdasarkan Jaminan

- 1) *Unsecured bonds / debentures* atau obligasi tanpa jaminan
- 2) *Indenture* atau obligasi dengan jaminan

- 4) *Collateral trust* atau obligasi yang dijamin dengan sekuritas
- 5) *Equipment trust certificates* atau obligasi yang dijamin dengan asset tertentu
- 6) *Collateralized mortgage* atau obligasi yang dijamin *pool of mortgage* atau *portofolio mortgage-backed securities*

c. Berdasarkan Jenis Kupon

- 1) *Fixed rate*, obligasi yang memberikan tingkat kupon tetap sejak diterbitkan hingga jatuh tempo.
- 2) *Floating rate*, obligasi yang tingkat bunganya mengikut tingkat kupon tetap untuk periode tertentu.
- 3) *Mixed rate*, obligasi yang memberikan tingkat kupon tetap untuk periode tertentu.

d. Berdasarkan peringkatnya

- 1) *Investment grade bonds*, minimal BB+
- 2) *Non investment grade bonds*, CC untuk *speculative bond* dan D atau *junk bond*.

e. Berdasarkan kupon

- 1) *Coupon bonds* pada obligasi berkupon.
- 2) *Zero coupon bonds*, untuk obligasi nirkupon.

f. Berdasarkan call feature

- 1) *Freely callable bond*, obligasi yang dapat ditarik kembali oleh

penerbitnya setiap waktu sebelum masa jatuh tempo

- 2) *Non-collable bond*, setelah obligasi diterbitkan dan terjual, tidak dapat dibeli/ditarik kembali oleh penerbitnya sebelum obligasi tersebut jatuh tempo.
- 3) *Deffered callable bond*, adalah kombinasi antara *Freely callable bond* dengan *Non-collable bond*.

g. Berdasarkan konversi

- 1) *Convertible bond*, obligasi yang dapat ditukarkan dengan saham setelah jangka waktu tertentu.
- 2) *Non-convertible bond*, obligasi yang tidak dapat dikonversi menjadi saham.

h. Jenis obligasi lainnya

- 1) *Income bond*, obligasi yang membayarkan kupon hanya jika emiten penerbitnya mendapatkan laba.
- 2) *Guaranteed bond*, obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan cabang tetapi tidak didukung oleh perusahaan induk.
- 3) *Participating bond*, obligasi yang memiliki hak menerima atas laba selain penghasilan bunga secara periodic.
- 4) *Voting bond*, obligasi yang mempunyai hak suara.
- 5) *Serial bond*, obligasi yang pelunasanya berdasarkan nomor seri.
- 6) *Inflation index bond*, atau disebut juga *treasury inflation*

(*principal*) selalu disesuaikan dengan tingkat inflasi yang sedang berlaku (Sudarsono,2008: 240).

5. Risiko obligasi

Pada dasarnya setiap investasi pasti memiliki resiko, semakin besar keuntungan yang dihasilkan dari suatu investasi, maka semakin besar pula resiko yang siap ditanggung. Begitu juga dengan investasi obligasi, walaupun obligasi lebih rendah risikonya dibandingkan dengan saham, tetapi obligasi tetap aktifa beresiko. Risiko dari obligasi adalah kemungkinan obligasi tidak terbayar (*default*). Peringkat obligasi (*bond rating*) adalah symbol-simbol karakter yang diberikan oleh agen peringkat untuk menunjukkan risiko obligasi (Jogiyanto, 2008). Jenis-jenis risiko obligasi diantaranya sebagai berikut:

1) Risiko tingkat suku bunga / *interest rate risk*

Seperti diketahui nilai harga suatu obligasi ditentukan oleh nilai tingkat suku bunga di pasar uang. Salah satu faktor penentu apakah harga obligasi menarik atau tidak adalah tingkat suku bunga yang diberikan kepada investor obligasi. Apabila harga tingkat suku bunga turun maka harga obligasi naik, dan apabila tingkat suku bunga naik maka harga obligasi turun.

2) Risiko likuiditas / *liquidity risk*

Harus dipastikan bahwa investor yang akan membeli atau

menjual obligasi bisa memilih obligasi yang sesuai dengan kebutuhan.

obligasi tersebut cukup banyak beredar dan setiap perdagangannya tidak mempengaruhi obligasi di pasar sekunder, apabila obligasi di pasar tidak likuid maka dapat timbul kerugian (*capital loss*). Tingkat likuiditas obligasi itu sendiri tergantung dari beberapa faktor antara lain kondisi perjanjian, posisi peringkat (*rating*), industri sektor, emiten, dan *lead underwriter*-nya.

3) Risiko kurs perubahan valuta asing / *foreign exchange rate risk*

Pergerakan *foreign exchange rate* sangat menentukan pergerakan harga dan perdagangan di pasar obligasi juga. Dengan tidak stabilnya fluktuasi di *foreign exchange rate* maka otomatis perdagangan obligasi juga ikut terpengaruh, bisa naik bisa turun.

4) Risiko pelunasan / *call risk*

Ada beberapa obligasi yang beredar di pasar dimana emiten/*issuer* akan melakukan pembelian kembali obligasi tersebut sebagian atau dalam jumlah keseluruhan pada harga yang disepakati di saat penawaran perdana. Pemilik obligasi yang memiliki *call option* bisa mendapatkan risiko kerugian bila harga *call price* lebih rendah dibanding *purchase price*. Oleh karena itu, setiap pembeli obligasi yang memiliki *call option* harus memperhitungkan risiko apabila obligasi tersebut di -“*call*”.

5) Risiko pembayaran / *credit risk (default)*

Ini adalah risiko yang terjadi apabila emiten/*issuer* yang melakukan obligasi menafikan kepastian pembayaran.

memenuhi kewajiban pembayaran bunga ataupun prinsipal pada saat jatuh tempo. Pembelian obligasi sebenarnya merupakan pemberian kredit kepada emiten/*issuer* yang harus dipertimbangkan sesuai *term and condition* yang di tawarkan oleh perusahaan tersebut.

6) Risiko investasi kembali / *reinvestment rate risk*

Jenis ini merupakan risiko kesalahan perhitungan terhadap pendapatan yang seharusnya bisa diinvestasikan pada skala tingkat invesatsi yang wajar dalam periode tertentu.

7) Risiko jatuh tempo/ *maturity risk*

Investasi obligasi yang berjangka panjang , lebih dari 10 atau 20 tahun, mempunyai tinggi sekali karena pada saat pembelian cenderung sulit memprediksi kondisi perusahaan dan ekonomi di suatu negara dalam jangka waktu yang panjang.

8) Risiko inflasi/ *inflation risk*

Kondisi perekonomian yang kuat serta inflasi yang rendah mengakibatkan tingkat daya beli terhadap produk invesatsi juga sangat bagus, sehingga akan timbul dampak positif terhadap perdagangan dan investasi pada obligasi (Dehardis 2010: 47)

Obligasi syariah atau yang dikenal dengan “sukuk” berasal dari kata *sakk* yang berarti dokumen atau lembaran kontrak. Sukuk menurut *Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial (AAOIFI)* adalah sertifikat yang menunjukkan nilai yang sama setelah penutupan *subscription*, penerimaan dari nilai atas sertifikat dan meletkannya untuk digunakan sebagaimana rencana, pemilikan saham dan hak atas asset yang Nampak, penggunaan jasa, dan equity atas proyek yang disebutkan atau equity atas aktivitas invesatasi tertentu atau *Investment sukuk are certificates of equal value representing, after closing subscription, receipt of the value of the certificates and putting it to use as planned, common title to shares and right in tangible asset, usufructs and services, or equity of a given project or equity of a special investment activity* (Sudarsono,2008: 298).

Sedangkan menurut peraturan Bapepam dan LK nomor IX.A.13 memberikan definisi sukuk sebagai “Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak tertentu (tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu’/undivided share*) atas:

- a. aset berwujud tertentu (*ayyan maujudat*).
- b. nilai manfaat atas aset berwujud (*manafiul ayyan*) tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada.
- c. jasa (*al khadamat*) yang sudah ada maupun yang akan ada.
- d. aset proyek tertentu (*maujudat masru’ muqaman*) dan atau

- e. kegiatan investasi yang telah ditentukan (*nasyath ististmarin khashah*)”

berdasarkan fatwa DSN NO: 69/DSN-MUI/VI/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) yang dimaksud dengan sukuk Negara atau Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) adalah Surat Berharga Negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian (حصة) kepemilikan asset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing.

Dari beberapa definisi diatas dapat digaris bawahi bahwa obligasi syariah merupakan surat hutang yang di terbitkan sesuai prinsip syariah. Menurut Nur Kholis (2011) faktor utama yang melatarbelakangi hadirnya sukuk sebagai salah satu instrumen dalam sistem keuangan Islam adalah ketentuan al-Quran dan al-Sunnah yang melarang riba, maysir, gharar, bertransaksi dengan kegiatan atau produk haram, serta terbebas dari unsur tadlis. Intrumen akad dalam transaksi Sukuk Negara Ritel atau Surat Berharga Syariah Negara adalah *Sale and Lease Back (al-Bay' ma'al Isti'jar)*. Instrumen ini berdasar fatwa DSN MUI No. 71/DSN-MUI/VI/2008. Transaksi ini diawali dengan penjualan (*sale*) hak manfaat atas Barang Milik Negara kepada investor yang melalui Perusahaan Penerbit SBSN (SPV). SPV menerbitkan Sukuk Negara Ritel kepada investor sebagai bukti kepemilikan hak manfaat atas barang yang diijarahkan

menyewakan kembali (*lease back*) kepada pemerintah. Imbalan (kupon) yang diterima investor adalah dari bisnis lease atau sewa aset BMN kepada pemerintah. Dengan kata lain, sewa yang dibayarkan oleh pemerintah merupakan imbal hasil yang diterima oleh investor. Di akhir periode, Perusahaan Penerbit akan membeli kembali Sukuk Negara Ritel dan menjualnya kembali ke Pemerintah.

2. Struktur Obligasi Syariah

Obligasi syariah sebagai bentuk pendanaan (*financing*) dan sekaligus investasi (*investment*) memungkinkan beberapa bentuk struktur yang dapat ditawarkan untuk tetap menghindarkan pada *riba*. Berdasarkan pengertian tersebut obligasi syariah dapat memberikan :

- 1) Bagi hasil berdasarkan akad *mudharabah / muqaradah / qirad* ataupun musyarakah adalah kerjasama dengan skema bagi hasil pendapatan atau keuntungan, obligasi jenis ini akan memberikan *return* dengan penggunaan *term indicative / expected return* Karena sifatnya yang *floating* dan tergantung pada kinerja pendapatan yang dibagihasilkan.
- 2) *Margin/fee* berdasarkan akad *murabahah* atau *salam* atau *istishna* atau *ijarah*, dengan kadar *murabahah / salam / istishna* sebagai bentuk jual beli dengan skema *cost plus basis*, obligasi ini akan memberikan *fixed return* (Sudarsono,2008: 242).

3. Karakteristik Obligasi Syariah

Obligasi syariah atau sukuk memiliki karakteristik yang berbeda dengan obligasi konvensional, karakteristik tersebut antara lain:

1. merupakan bukti kepemilikan suatu aset berwujud atau hak manfaat (*beneficial title*).
2. Pendapatan berupa imbalan (kupon), margin, dan bagi hasil, sesuai dengan jenis akad yang digunakan.
3. Terbebas dari unsur *riba*, *gharar*, dan *maysir*
4. Penerbitan melalui *special purpose vehicle* (SPV)
5. Memerlukan *underlying asset*
6. Penggunaan *proceeds* harus sesuai dengan prinsip syariah (Abdul Fatah, 2011).

4. Emiten Obligasi Syariah

Menurut Iggi H. Achsien (2000) dalam Iko Taufik (2012), tujuan utama dilakukan emiten adalah memanfaatkan peluang sebanyak mungkin agar memperoleh biaya modal dan keuntungan yang maksimal. Namun demikian, tidak semua emiten dapat menerbitkan obligasi syariah Karena ketatnya persyaratan yang harus dipenuhi. Syarat-syarat untuk menerbitkan obligasi syariah adalah:

- a. Aktivitas utama (*core bussines*) yang halal, tidak bertentangan dengan subtansi Ftawa No. 20/DSN-MUI/IV/2001. Fatwa tersebut menjelaskan bahwa jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan syariah islam diantaranya:

- 1) Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
 - 2) Usaha lembaga keuangan konvensional (*ribawi*) termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
 - 3) Usaha yang memproduksi, mendistribusikan, serta memperdagangkan makanan dan minuman haram.
 - 4) Usaha yang memproduksi, mendistribusikan, dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral ataupun yang bersifat *mudharat*.
- b. Peringkat *investasi grade*
- 1) Memiliki usaha fundamental yang kuat.
 - 2) Memiliki fundamental keuangan yang kuat.
 - 3) Memiliki citra baik bagi publik
- c. Keuntungan tambahan jika termasuk dalam komponen *Jakarta Islamic Index (JII)* (Sudarsono, 2008: 243).

Tabel.2.1

Daftar emiten yang menerbitkan obligasi syariah (sukuk) per

Januari 2013

No	Nama Efek	Akad	Nama Penerbit Efek
1	Sukuk Ijarah Aneka Gas Industri II Tahun 2012	Ijarah	PT Aneka Gas Industri
2	Sukuk Ijarah Sumberdaya Sewatama I Tahun 2012	Ijarah	PT Sumberdaya Sewatama
3	Sukuk Subordinasi Mudharabah	mudharabah	PT Adhi Karya (Persero) Tbk

	Berkelanjutan I Adhi Tahap I Tahun 2012		
4	Sukuk Subordinasi Mudharabah Berkelanjutan I Tahap I Bank Muamalat Tahun 2012	mudharabah	PT Bank Syariah Muamalat Indonesia Tbk
5	Sukuk Ijarah Indosat V Tahun 2012	Ijarah	PT Indosat Tbk
6	Sukuk Mudharabah II Mayora Indah Tahun 2012	mudharabah	PT Mayora Indah Tbk
7	Sukuk Mudharabah Bank Sulselbar I Tahun 2011	mudharabah	PT Bank Pembangunan Daerah Sulawesi Selatan
8	Sukuk Mudharabah I Bank Nagari Tahun 2010	mudharabah	PT Bank Pembangunan Daerah Sumatera Barat (Bank Nagari)
9	Sukuk Ijarah PLN V Tahun 2010 Seri A	Ijarah	PT Perusahaan Listrik Negara (Persero)
10	Sukuk Ijarah PLN V Tahun 2010 Seri B	Ijarah	PT Perusahaan Listrik Negara (Persero)
11	Sukuk Ijarah Titan Nusantara I Tahun 2010	Ijarah	PT Titan Petrokimia Nusantara
12	Sukuk Ijarah PLN IV Tahun 2010 Seri A	Ijarah	PT Perusahaan Listrik Negara (Persero)
13	Sukuk Ijarah PLN IV Tahun 2010 Seri B	Ijarah	PT Perusahaan Listrik Negara (Persero)
14	Sukuk Ijarah Mitra Adiperkasa I Tahun 2009 Seri B	Ijarah	PT Mitra Adiperkasa Tbk
15	Sukuk Ijarah Indosat IV Tahun 2009 Seri A	Ijarah	PT Indosat Tbk
16	Sukuk Ijarah Indosat IV Tahun 2009 Seri B	Ijarah	PT Indosat Tbk
17	Sukuk Ijarah Pupuk Kaltim I Tahun 2009	Ijarah	PT Pupuk Kalimantan Timur (Persero)

18	Sukuk Ijarah Salim Ivomas Pratama I tahun 2009	Ijarah	PT Salim Ivomas Pratama
19	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker II Tahun 2009 Seri A	Ijarah	PT Berlian Laju Tanker Tbk
20	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker II Tahun 2009 Seri B	Ijarah	PT Berlian Laju Tanker Tbk
21	Sukuk Ijarah Matahari Putra Prima II Tahun 2009 Seri B	Ijarah	PT Matahari Putra Prima Tbk
22	Sukuk Ijarah PLN III Tahun 2009 seri A	Ijarah	PT Perusahaan Listrik Negara (Persero)
23	Sukuk Subordinasi Mudharabah Bank Muamalat Tahun 2008	mudharabah	PT Bank Syariah Muamalat Indonesia Tbk
24	Sukuk Ijarah Aneka Gas Industri I Tahun 2008	Ijarah	PT Aneka Gas Industri
25	Sukuk Ijarah Metrodata Eletronics I Tahun 2008	Ijarah	PT Metrodata Electronics Tbk
26	Sukuk Ijarah I Summarecon Agung Tahun 2008	Ijarah	PT Summarecon Agung Tbk
27	Sukuk Mudharabah I Mayora Indah Tahun 2008	mudharabah	PT Mayora Indah Tbk
28	Sukuk Ijarah Indosat III Tahun 2008	Ijarah	PT Indosat Tbk
29	Sukuk Ijarah PLN II Tahun 2007	Ijarah	PT Perusahaan Listrik Negara (Persero)
30	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker Tahun 2007	Ijarah	PT Berlian Laju Tanker Tbk
31	Sukuk Ijarah Indosat II Tahun 2007	Ijarah	PT Indosat Tbk
32	OS Ijarah PLN I Tahun 2006	Ijarah	PT Perusahaan Listrik Negara (Persero)

Sumber: Daftar Efek Syariah Januari-2013,

5. Jenis-Jenis Obligasi Syariah

Menurut AAOIFI (*the Accounting and Auditing Organisation of Islamic Financial Institution*) ada dua belas jenis sukuk. Pengklasifikasian jenis sukuk ini mengikuti jenis-jenis pembiayaan dalam aset finansial yang disarankan oleh Islam. Berdasarkan kontrak aset finansial di pasar sekunder, penggolongan sukuk dalam dua kategori yaitu sukuk yang dapat dan yang tidak dapat diperdagangkan (Abdul fatah, 2011).

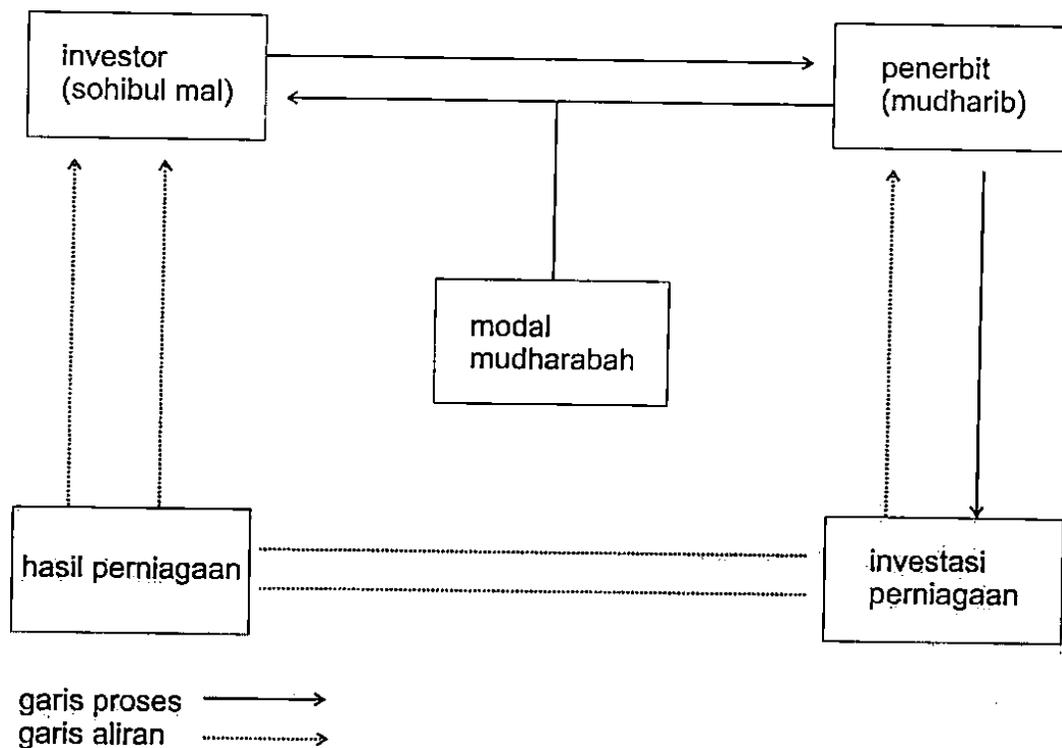
a. Sukuk yang dapat diperdagangkan

1. Obligasi syariah *mudharabah*

Obligasi syariah *mudharabah* adalah obligasi syariah atau sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *mudharabah*, dimana satu pihak menyediakan modal (*rab al-mal*) dan di pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (*mudharib*), keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan perbandingan yang telah disetujui sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal. Pihak pemegang sukuk berhak mendapatkan bagian dari keuntungan atau menggugah bagian dari kerugian tanpa ada jaminan atas keuntungan serta tidak ada jaminan untuk bebas dari kerugian (Zubair, 2012).

Apabila berkaca pada kaca mata Dewan Syariah Nasional (DSN)⁷ dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional No.33/DSN-

dimaksud dengan obligasi syariah *mudharabah* adalah obligasi syariah yang berdasarkan akad *mudharabah* dengan substansi Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI No.7/DSN-MUI/IV/2000 tentang pembiayaan mudharabah yang mana emiten dalam obligasi syariah *mudharabah* adalah mudharib sedangkan pemegang obligasi syariah adalah *sahibul maal*.



Sumber: Skim mudharabah (Abdul fatah, 2011)

2. Obligasi Syariah *Ijarah*

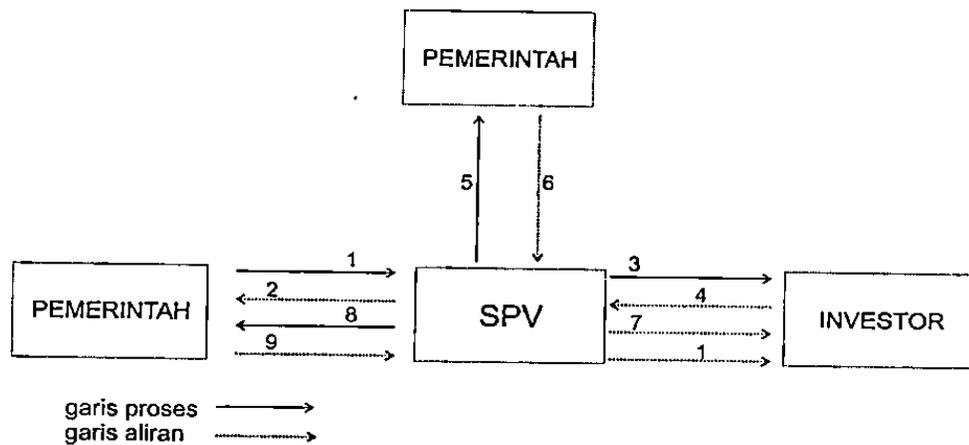
Sukuk *ijarah* adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan

akad *ijarah* di mana setiap sukuk memiliki hak kepemilikan atas aset

wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang di sepakati, tanpa diikuti pemindahan kepemilikan aset itu sendiri. Sukuk *ijarah* adalah sekuritas yang mewakili kepemilikan aset yang keberadaanya jelas dan diketahui, yang melekat pada suatu kontrak sewa-beli (*lease*), dimana pembayaran *return* pada pemegang sukuk (Zubair, 2012).

Seperti dalam fatwa Dewan Syariah Nasional no.4/DSN-MUI/III/2004 yang mengatur tentang obligasi syariah *ijarah* bahwasanya obligasi syariah *ijarah* memiliki ketentuan umum sebagai berikut :

- 1) Obligasi Syariah *Ijarah* adalah obligasi syariah berdasarkan akad *ijarah* dengan memperhatikan substansi Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI No. 09/DSN-MUI/IV/2000 tentang pembiayaan *ijarah*.
- 2) Pemegang Obligasi Syariah *Ijarah* (OSI) dapat bertindak sebagai *musta'jir* (penyewa) dan dapat pula bertindak sebagai *mu'jir* (pemberi sewa).
- 3) Emiten dalam kedudukanya sebagai wakil pemegang OSI dapat menyewa ataupun menyewakan kepada pihak lain



1. Pemerintah menjual aset kepada SPV dengan tekad *bay' al-wafa'* (jual beli dengan janji akan membeli kembali barang yang dijualnya)
2. Pemerintah menerima bayaran tunai dari SPV sebagai harga aset (dengan demikian sekarang SPV sebagai pemilik aset).
3. SPV mengeluarkan sukuk dengan menggunakan kontrak *ijarah* dan menjualnya kepada investor.
4. Investor membayarnya dengan harga tunai kepada SPV
5. SPV menyewakan aset kepada pemerintah dengan harga sewa tertentu.
6. Pemerintah membayar sewa aset kepada SPV secara kwartal.
7. SPV membayar sewa tersebut kepada masing-masing investor sebagai pendapatan investor.
8. Pada masa *maturity*, SPV menjual kembali aset kepada pemerintah dengan nilai harga jual semula.
9. Pemerintah membayar tunai ke SPV

10. SPV menebus sukuk kepada investor dengan nilai harga yang sama (Abdul fatah, 2011).

b. Obligasi yang tidak dapat diperdagangkan

1. Obligasi Syariah *Murabahah*

Obligasi syariah *murabahah* atau sukuk *murabahah* adalah obligasi syariah yang diterbitkan dengan prinsip jual beli, penerbit sertifikat sukuk adalah penjual komoditi, sedangkan investornya adalah pembeli komoditi tersebut. Penerbitan sukuk *murabahah* hanya dapat dilakukan pada *primary market* dan tidak dapat diperjualbelikan pada *secondary market*, karena sertifikat *murabahah* menunjukkan kepemilikan pembiayaan (Sudarsono,2008: 302).

kepemilikan utang yang semakin meningkat yang diperoleh dari jenis pembiayaan *murabahah*. Sebagai contoh, pembangunan jalan yang menghabiskan dana sebesar US\$110 juta harus kembali tanpa adanya prinsip differensiasi dan diskon (*coupon*). Dana sejumlah ini dapat dibuat menjadi sertifikat utang yang tidak dapat diperdagangkan yang mirip dengan *zero-coupon bonds* dalam beberapa fiturnya. Sebagaimana disebutkan bahwa Islam melarang perdagangan

utang, maka sertifikat ini adalah ...

2. Obligasi Syariah *Istishna*

Sukuk *istishna* adalah sukuk yang diterbitkan dengan perjanjian atau akad *istishna* dimana para pihak menyepakati jual beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek/barang. Adapun harga, waktu penyerahan, dan spesifikasi barang atau proyek ditentukan lebih dahulu berdasarkan kesepakatan. *Istishna* adalah perjanjian kontrak untuk barang-barang industry yang memperbolehkan pembayaran tunai dan pengiriman dimasa depan atau pembayaran dimasa depan dan pengiriman dimasa depan dari barang-barang yang dibuat berdasarkan kontrak tertentu. Hal ini dapat digunakan untuk menghasilkan fasilitas pembiayaan pembangunan pabrik, jembatan dan sebagainya (Zubair, 2012).

kepemilikan utang yang semakin meningkat yang diperoleh dari jenis pembiayaan *istishna*. Sebagai contoh, pembangunan jalan yang menghabiskan dana sebesar US\$110 juta harus kembali tanpa adanya prinsip differensiasi dan diskon (*coupon*). Dana sejumlah ini dapat dibuat menjadi sertifikat utang yang tidak dapat diperdagangkan yang mirip dengan *zero-coupon bonds* dalam beberapa fiturnya. Sebagaimana disebutkan bahwa Islam melarang perdagangan utang, maka sertifikat ini tidak dapat diperdagangkan (Abdul Fatah, 2011).

3. Obligasi Syariah *Salam*

Salam adalah kontrak dengan harga pembayaran dimuka, yang dibuat untuk barang-barang yang dikirim kemudian. Tidak diperbolehkan menjual komoditas yang diurus sebelum menerimanya. Untuk itu, penerima tidak boleh menjual kembali komoditas salam sebelum menerimanya, akan tetapi ia boleh menjual kembali komoditas tersebut dengan kontrak yang lain yang paralel dengan kontrak yang pertama. Dalam kasus ini kontrak pertama dan kedua harus independen satu sama lain. Spesifikasi dari barang dan jadwal pengiriman dari kontrak harus sesuai satu sama lain, tetapi kedua kontrak dilakukan secara independen (Zubair, 2012).

Dalam bentuk ini, dana dibayarkan di muka dan komoditi menjadi utang. Dana juga dapat dalam bentuk sertifikat yang merepresentasikan utang. Sertifikat ini juga tidak dapat diperdagangkan (Abdul Fatah, 2011).

6. Perbandingan Obligasi Syariah dengan Obligasi Konvensional

Sukuk dan obligasi merupakan instrumen atau produk di pasar modal. Jika ditelaah lebih lanjut, kedua instrumen tersebut setidaknya memiliki beberapa perbedaan dari aspek prinsip dasar, klaim, penggunaan dana hasil emisi, jenis penghasilan yang dijanjikan, dan

sukuk dengan obligasi (Tim Studi Minat Emiten di Pasar Modal, 2009).

Tabel 2.2
Perbedaan Sukuk dan Obligasi

Deskripsi	Sukuk	Obligasi
Prinsip Dasar	Bukan merupakan surat utang melainkan kepemilikan bersama atas suatu asset atau proyek	Surat pernyataan dari <i>issuer</i>
Klaim	Klaim kepemilikan didasarkan pada asset atau proyek yang spesifik	Emiten menyatakan sebagai pihak peminjam
Penggunaan Dana	Harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal.	Dapat digunakan untuk apa saja
Jenis Penghasilan	Imbalan, bagi hasil, margin, <i>capital gain</i>	Bunga/kupon, <i>capital gain</i>
Underlying Asset	Perlu	Tidak perlu
Syariah Endorsment	perlu	Tidak perlu

Sumber: Tim Kajian Pengembangan Produk Syariah, 2009

Dari tabel diatas dapat diketahui bahwa ada beberapa perbedaan yang mendasar antara sukuk dengan obligasi, perbedaan yang paling mendasar terdapat pada *underlying asset*-nya. *Underlying asset* yang terdapat pada sukuk dimaksudkan untuk memepertegas bahwa proyek yang sedang dikerjakan memiliki *back-up*. Apabila terjadi suatu hal yang tidak diinginkan antara emiten dengan pemegang obligasi maka *underlying asset* dapat menjadi solusi penengah antara keduanya.

Kemudian diberlakukanya *Syariah Endorsment* pada sukuk menjadi pembeda antara sukuk dengan obligasi. Pemberlakuan ini semakin tegas bahwa setiap proyek yang di danai dengan sekuritas sukuk adalah proyek-proyek yang sesuai dengan prinsip syariah.

Dengan adanya perbedaan ini diharapkan sukuk dapat menjadi suatu alternatif pembiayaan yang baik bagi perusahaan dan investor. Dengan mengedapankan *shariah compliance* pada setiap transaksi yang dilakukan maka tidak dipungkiri bahwa konsep *falah* yang selama ini digadang-gadang dalam ekonomi islam akan tercapai, dan diharapkan dapat menjadi efek positif bagi perkembangan instrument keuangan islam khususnya dibidang obligasi syariah atau sukuk.

C. Struktur Modal

Pendekatan tradisional berpendapat akan adanya struktur modal yang optimal. Dengan kata lain struktur modal mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Struktur modal bisa diubah-ubah agar bisa diperoleh nilai perusahaan yang optimal.

2. Pendekatan Modigliani dan Miller (MM)

Pada teori ini Modigliani dan Miller berpendapat bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Kemudian Modigliani dan Miller mencoba mengembangkan teorinya tersebut dengan memasukan factor pajak. Dan membagi proporsi teorinya menjadi dua bagian yaitu dengan pajak dan tanpa pajak.

a. Proporsi 1 tanpa pajak

Nilai perusahaan dengan utang sama dengan nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang. Dengan kata lain, dalam kondisi tanpa pajak, Modigliani dan Miller berpendapat bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Tingkat keuntungan dan risiko usaha (keputusan investasi) yang akan mempengaruhi nilai perusahaan (bukanya keputusan pendanaan).

b. Proporsi 2 tanpa pajak

Proporsi 2 mengatakan bahwa tingkat keuntungan yang diisyaratkan untuk perusahaan yang menggunakan utang, naik

Nilai perusahaan dengan utang akan sama dengan nilai perusahaan tanpa utang plus penghematan pajak karena bunga utang. Nilai perusahaan tanpa utang merupakan *present value* dari tingkat keuntungan EBIT, didiskontokan dengan biaya modal saham tanpa utang. Penghematan bunga didiskontokan dengan biaya modal utang.

d. Proporsi 2 dengan pajak.

Biaya modal saham akan meningkat dengan semakin meningkatnya utang. Tetapi penghematan pajak akan lebih besar dibandingkan dengan penurunan nilai karena kenaikan biaya modal saham.

3. Teori *Trade Off*

Ada hal-hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan utang sebanyak-banyaknya. Karena dengan semakin tingginya utang, akan semakin tinggi kemungkinan (probabilitas) kebangkrutan. Dengan biaya kebangkrutan yang besar, proporsi MM dengan pajak bisa dimodifikasi dengan menambahkan penghematan pajak dan dikurangi dengan biaya kebangkrutan. Biaya lain dari peningkatan utang adalah meningkatnya biaya keagenan (*agency cost of debt*). Dengan demikian gabungan teori struktur modal MM dengan memasukan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan mengindikasikan

4. *Pecking Order Theory*

Dalam teori ini perusahaan mempunyai urutan preferensi dalam penggunaan dana. Dan urutan scenario dalam *pecking order theory* adalah sebagai berikut:

- 1) Perusahaan memilih pendanaan internal. Dana internal diperoleh dari keuntungan.
- 2) Perusahaan menghitung target rasio pembayaran berdasarkan perkiraan kesempatan investasi. Dengan kata lain, pembayaran deviden diusahakan konstan atau kalau berubah terjadi secara gradual tidak berubah dengan signifikan.
- 3) Karena kebijakan deviden yang konstan, digabung dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi, akan menyebabkan aliran kas yang diterima oleh perusahaan akan lebih besar dibandingkan dengan pengeluaran investasi pada saat tertentu, dan akan lebih kecil pada saat yang lain. Jika kas lebih besar, maka perusahaan akan membayar utang atau membeli surat berharga. Jika kas kecil, maka perusahaan akan menggunakan kas yang dipunyai atau menjual surat berharga.
- 4) Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dahulu.

5. Teori Asimetri dan Signaling.

Konsep *signaling* dan asimetri informasi berkaitan erat. Teori asimetri mengemukakan bahwa pemilik perusahaan memiliki informasi

perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan. Pihak tertentu mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan lainnya. Manajer biasanya mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan pihak luar (investor). Karena itu bisa dikatakan terjadi asimetri informasi antara manajer dan investor. Investor yang merasa mempunyai informasi yang lebih sedikit, akan berusaha mengintepretasikan perilaku manajer. Dengan kata lain, perilaku manajer, termasuk dalam hal menentukan struktur modal, bisa dianggap sebagai signal oleh para investor (Hanafi, 2008: 297).

D. Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan adalah suatu tampilan keadaan secara utuh atas perusahaan selama periode waktu tertentu, merupakan hasil atau prestasi yang dipengaruhi oleh kegiatan operasional perusahaan dalam memanfaatkan sumber daya-sumber daya yang dimiliki (Widodo, 2011).

Menurut Ikatan Akuntansi Indonesia (IAI) dalam Iko Taufik (2012), kinerja perusahaan dapat diukur dengan menganalisa dan mengevaluasi laporan keuangan. Informasi posisi keuangan dan kinerja keuangan di masa lalu sering kali digunakan sebagai dasar untuk memprediksi prediksi posisi keuangan dan kinerja di masa depan dan hal-hal lain yang langsung menarik perhatian pemakai seperti pembayaran deviden, upah, pergerakan harga sekuritas dan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban-kewajiban.

Kinerja keuangan menjadi sangat penting bagi perusahaan karena terkait dengan kemampuan perusahaan dalam memaksimalkan modal kerja dan mengalokasikan sumber-sumbernya. Terlebih apabila perusahaan tersebut ingin menambahkan modalnya dengan menrbitkan obligasi, maka kinerja perusahaan menjadi tolak ukur bagi para investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut.

E. Analisis Rasio Keuangan

Analisis rasio keuangan menurut Kasmir (2010) dalam bukunya "*Analisis Laporan Keuangan*" mendefinisikan dengan membandingkan angka-angka yang ada dalam laporan keuangan atau antar laporan keuangan. setelah melakukan perbandingan, dapat disimpulkan posisi keuangan suatu perusahaan untuk periode tertentu. Pada akhirnya kita dapat menilai kinerja manajemen dalam periode tersebut.

Sedangkan menurut James C Van Home dalam kasmir (2010) pengertian rasio keuangan merupakan indeks yang menghubungkan dua angka akuntansidan diperoleh dengan membagi satu angka dengan angka lainya.

Jadi rasio keuangan merupakan kegiatan membandingkan angka-angka yang ada dalam laporan keuangan dengan cara membagi satu angka dengan angka lainya. Perbandingan dapat dilakukan antara satu komponen dengan komponen dalam satu laporan keuangan atau antarkomponen yang ada diantara laporan keuangan

Hasil rasio keuangan ini digunakan untuk menilai kinerja manajemen dalam suatu periode apakah mencapai target seperti yang telah ditetapkan. Kemudian juga dapat dinilai kemampuan manajemen dalam memberdayakan sumberdaya perusahaan secara efektif (kasmir, 2010: 104).

F. Bentuk-Bentuk Rasio Keuangan

kasmir (2010) telah merangkum dan juga menjelaskan bentuk-bentuk rasio keuangan pada umumnya adalah sebagai berikut :

a. Rasio Likuiditas

Rasio likuisitas merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Fungsi lain dari rasio likuiditas adalah untuk menunjukkan atau mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibanya yang jatuh tempo, baik kewajiban pihak luar perusahaan (likuiditas badan usaha) maupun didalam perusahaan (likuiditas perusahaan). Rasio likuiditas atau sering juga disebut rasio modal kerja merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa likuidnya suatu perusahaan. Jenis rasio likuiditas adalah rasio lancar (*Current Ratio*) dan rasio sangat lancer (*Quick Ratio*).

b. Rasio Leverage (*Leverage Ratio*) atau Rasio Solvabilitas

Rasio leverage atau rasio solvabilitas merupakan rasio yang

dengan utang. Artinya besarnya jumlah utang yang digunakan perusahaan untuk membiayai kegiatan usahanya jika dibandingkan dengan menggunakan modal sendiri. Menurut Martono dan Agus Harjito (2003) Jenis rasio ini meliputi total utang dibandingkan dengan total aktiva atau rasio utang (*Debt Ratio*), *total debt to equity ratio*.

c. Rasio Aktivitas (*Activity Ratio*)

Rasio Aktivitas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat efisiensi pemanfaatan sumberdaya perusahaan (penjualan, sediaan, penagihan piutang, dan lainnya) atau rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam melaksanakan aktivitas sehari-hari. Dari hasil pengukuran dengan rasio ini akan terlihat apakah perusahaan lebih efisien atau sebaliknya dalam mengelola asset yang dimilikinya. Jenis rasio ini menurut Martono dan Agus Harjito (2003) meliputi *receivable turnover* (perputaran piutang), *inventory turnover* (perputaran persediaan), *receivable turnover in days* (perputaran piutang harian), *total asset turnover* (perputaran aktiva).

d. Rasio Profitabilitas (*profitability ratio*)

Rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan atau laba dalam suatu periode tertentu. Rasio ini juga memberikan ukuran tingkat efektivitas manajemen suatu perusahaan yang ditunjukkan dari laba yang dihasilkan dari penjualan atau dari pendapatan investasi. Martono dan

margin, net profit margin, return on investment (ROI), ROI dan pendekatan Dupont, return on equity (ROE), rentabilitas ekonomi.

e. Rasio Pertumbuhan

Rasio pertumbuhan (*growth ratio*) merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan posisis ekonominya ditengah pertumbuhan perekonomian dan sector usahanya. Dalam rasio ini yang dianalisis adalah pertumbuhan penjualan, laba bersih, pendapatan persaham dan deviden per saham.

f. Rasio Penilaian

Rasio penilaian (*valuation ratio*), yaitu rasio yang memberikan ukuran kemampuan manajemen menciptakan nilai pasar usahanya diatas biaya investasi seperti :

- 1) Rasio harga saham terhadap pendapatan.
- 2) Rasio nilai pasar saham terhadap nilai buku (Kasmir,2010: 104).

g. Rasio Pasar

Rasio pasar menurut William H. marsh dalam bukunya "*Basic Financial Management*" adalah Rasio yang menghubungkan antara harga pasar setiap lembar saham dengan *earning per share* nya atau dengan *book value per share* semakin tinggi nilai rasio ini akan menggambarkan tingkat kepercayaan diri investor dalam perusahaan.

Menurut Ang dalam Widodo (2007) rasio pasar (*market share*)

atau rasio saham adalah rasio yang menunjukkan persentase saham yang dimiliki oleh perusahaan terhadap total saham yang beredar di pasar.

Sedangkan menurut Hanafi (2008) rasio pasar mengukur harga pasar saham perusahaan, relatif terhadap nilai bukunya. Sudut pandang rasio ini lebih banyak berdasarkan pada sudut pandang para investor (atau calon investor). Ada beberapa rasio yang bisa dihitung, antara lain: PER (*Price Earning Ratio*), *dividen yield*, dan pembayaran dividen (*dividend pay-out ratio*).

G. Telaah Pustaka

Dalam penelitian ini, penulis mencantumkan beberapa penelitian terdahulu yang pernah diteliti oleh beberapa peneliti sebelumnya yang menjadi rujukan dan referensi dalam penelitian, diantaranya adalah sebagai berikut :

Iko Taufik Muzaki (2012) yang telah meneliti tentang “Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Perusahaan yang Menerbitkan Obligasi Syariah Dengan Perusahaan Yang Menerbitkan Obligasi Konvensional”. Penelitian ini mencoba untuk menganalisis perbandingan dua perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah dengan obligasi konvensional, yang mana perbandingan kinerja disini diukur dari rasio-rasio keuangan seperti rasio likuisitas yang diwakili, rasio rasio solvabilitas, rasio aktivitas dan rasio profitabilitas. Dengan *Current Ratio*, *debt to equity ratio*, *Return On Asset* dan *total asset turnover* indicator sebagai indicator keuangannya. Penelitian ini menggunakan laporan keuangan triwulan beberapa perusahaan yang memiliki obligasi syariah dan obligasi konvensional.

yang masuk di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan terdaftar di *Indonesian Bond Market Directory* (IBMD). Untuk menguji perbedaan kinerja, digunakan *t-test* melalui *independent sample t-test*. Hasilnya tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada *Current Ratio* dan *Return On Asset*. Sedangkan pada rasio *total asset turnover* dan *debt to equity ratio* terdapat perbedaan kinerja yang signifikan antara perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah dengan perusahaan yang menerbitkan obligasi konvensional selama periode 2007-2010.

Abdul Qoyim (2009) yang meneliti tentang kinerja obligasi syariah dan obligasi konvensional dengan menggunakan *yield to maturity* (YTM) dan *current yield* (CY). Selain mengukur kinerja obligasi, penelitian ini juga membandingkan risikonya berdasarkan rating obligasi. Objek penelitian ini adalah obligasi syariah dan obligasi konvensional yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Teknik analisis yang digunakan adalah analisis uji-t untuk dua sampel bebas atau yang disebut dengan *independent sample t-test*, dimana analisis *independent sample t-test* digunakan untuk membandingkan dua sampel bebas satu dengan lainnya. Berdasarkan penelitian ini diketahui bahwa tidak ada perbedaan kinerja perusahaan secara signifikan antara obligasi syariah dan obligasi konvensional dilihat dari *Yield To Maturity* (YTM). Hal ini menunjukkan bahwa obligasi syariah dan obligasi konvensional akan memberikan yield yang sama. Namun dari *current yield* menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara obligasi syariah dan obligasi konvensional.

konvensional. Dari perbandingan risiko kedua jenis obligasi tersebut menunjukkan bahwa obligasi syariah memiliki risiko yang lebih kecil daripada obligasi konvensional namun hal ini tidak signifikan secara statistic.

Indah Yuliana (2008), yang meneliti tentang “Kinerja Keuangan Perusahaan Terhadap Penetapan Tingkat Sewa Obligasi Syariah Ijarah di Indonesia”. Dalam penelitiannya Indah mencoba untuk menganalisa rasio-rasio keuangan perusahaan yang meliputi: rasio likuiditas, rasio manajemen aktiva, rasio manajemen utang, rasio profitabilitas, dan rasio nilai pasar terhadap penetapan tingkat sewa obligasi syariah ijarah. Dan hasil dari penelitian tersebut menunjukkan hanya rasio penutupan beban tetap dan rasio likuiditas yang berpengaruh secara signifikan terhadap penetapan tingkat sewa obligasi syariah ijarah. Sedangkan untuk faktor leverage, rasio profitabilitas dan rasio aktivitas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap penetapan tingkat sewa obligasi syariah ijarah.

Tengku Indra Pramana Putra (2010) yang meneliti tentang “Analisis Perbedaan Kinerja Perusahaan Go Public Sebelum dan Sesudah Penerbitan Obligasi Syariah”. Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui perbedaan kinerja keuangan perusahaan *go public* sebelum dan setelah penerbitan obligasi syariah ijarah. Penulis menarik hipotesis bahwa terdapat perbedaan kinerja sebelum dengan setelah penerbitan obligasi syariah dilihat dari rasio-rasio keuangan sebagai variabel kinerja

Asset (ROA), dan *Times Interest Earned* (TIE). Metodologi penelitian yang digunakan adalah metode analisis deskriptif dan metode statistik dengan menggunakan uji *Wilcoxon*. Data yang digunakan adalah data sekunder. Penelitian ini menggunakan populasi yang terdiri dari Perusahaan *Go Public* yang menerbitkan Obligasi Syariah Ijarah dari tahun 2004-2009. Hasil Uji *Wilcoxon* menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja perusahaan *Go Public* Sebelum dan Setelah Penerbitan Obligasi Syariah.

M. Handriyo Akbarullah (2011) yang meneliti tentang “Dampak Penerbitan Sukuk Terhadap Kinerja Bank Syariah”. Penelitian ini dilakukan pada Bank Syariah Mandiri, dan menunjukkan bahwa adanya peningkatan pembiayaan serta pendapatan margin dan bagi hasil, rasio likuiditas juga menunjukkan peningkatan akan tetapi untuk rasio profitabilitas hanya ROE yang menunjukkan peningkatan, untuk ROA memiliki kecenderungan sama sebelum dan sesudah penerbitan obligasi, sedangkan untuk rasio kecukupan modal mengalami penurunan setelah menerbitkan obligasi akan tetapi penurunan dalam taraf yang aman.

Berdasarkan beberapa penelitian yang telah dilakukan oleh para peneliti sebelumnya, penelitian ini melanjutkan penelitian-penelitian sebelumnya yaitu tentang analisis perbedaan kinerja perusahaan sebelum dan setelah penerbitan obligasi syariah. Yang membedakan penelitian ini dengan penelitian-penelitian sebelumnya adalah periode penelitian,

penelitian ini peneliti hanya membandingkan satu perusahaan yang pernah menerbitkan obligasi konvensional dan menerbitkan obligasi syariah, dan indikator yang digunakan tidak jauh beda dengan indikator keuangan yang pernah digunakan oleh peneliti sebelumnya yaitu *Current Ratio* (CR), *Return On Asset* (ROA), *total asset turnover* (TATO) dan *Price Earning Ratio* (PER).

H. Hipotesis Penelitian

Hipotesis adalah penjelasan sementara tentang perilaku, fenomena, atau keadaan tertentu yang telah terjadi atau akan terjadi. Hipotesis merupakan pernyataan peneliti tentang hubungan antar variable-variabel dalam penelitian, serta merupakan pernyataan yang spesifik (Kuncoro, 2009: 59).

Dari penjelasan diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Rasio Likuiditas

Seperti yang dijelaskan kasmir (2010) Rasio likuiditas menurut Fred Weston merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban (utang) jangka pendek. Artinya apabila perusahaan ditagih, perusahaan akan mampu untuk memenuhi

likuiditas berfungsi untuk menunjukkan atau mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya yang sudah jatuh tempo.

Dalam penelitian ini, rasio likuiditas yang digunakan adalah *Current Ratio*. Rasio ini merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendek atau utang yang segera jatuh tempo pada saat ditagih secara keseluruhan. Apabila rasio lancar rendah, dapat dikatakan bahwa perusahaan kurang modal untuk membayar utang (kasmir,2010: 134).

Di inonesia, semakin banyak perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah untuk memenuhi kewajiban perusahaan dalam jangka pendek atau memenuhi utang yang sudah jatuh tempo. Oleh karena itu, variable *Current Ratio* dipengaruhi oleh penerbitan obligasi syariah. Hipotesis yang dapat disimpulkan dari rasio ini adalah dengan perusahaan menerbitkan obligasi syariah maka nilai *Current Ratio* perusahaan akan naik dan perusahaan akan dapat memnuhi kewajibannya. Berdasarkan penjelasan diatas maka hipotesis yang dapat disimpulkan adalah:

Ha₁ : terdapat perbedaan *Current Ratio* (CR) yang signifikan pada perusahaan sebelum dan sesudah menerbitkan obligasi syariah.

2. Rasio Aktivitas

Rasio aktivitas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan dalam menggunakan aktiva yang dimilikinya. Atau

dapat pula dikatakan rasio ini di gunakan untuk mengukur kemampuan

(efektivitas) pemanfaatan sumberdaya perusahaan. Dari hasil pengukuran dengan rasio aktivitas akan terlihat apakah perusahaan lebih efisien dan efektif dalam mengelola asset yang dimilikinya atau mungkin justru sebaliknya. Rasio aktivitas yang digunakan adalah *Total Asset Turn Over* (TATO), yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur perputaran semua aktiva yang dimiliki perusahaan dan mengukur berapa jumlah penjualan yang diperoleh dari tiap aktiva (Kasmir, 2010: 172).

Dana yang diperoleh dari penerbitan obligasi syariah yang digunakan untuk membiayai sewa asset diharapkan dapat meningkatkan jumlah asset tara-rata yang pada akhirnya akan meningkatkan penjualan bersih perusahaan (Iko, 2012: 55). dari penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa hipotesisnya sebagai berikut:

Ha₂ : terdapat perbedaan *Total Asset Turn Over* (TATO) yang signifikan pada perusahaan sebelum dan sesudah menerbitkan obligasi syariah.

3. Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Rasio ini juga memberikan ukuran tingkat efektifitas manajemen suatu perusahaan. Hal ini ditunjukkan oleh

leba yang dihasilkan dari penjualan 1 unit produk yang menghasilkan 2000

Return On Asset (ROA) akan mewakili dari rasio ini. Analisis ROA mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan total asset (kekayaan) yang dimiliki perusahaan setelah disesuaikan dengan biaya-biaya untuk mendanai asset tersebut (Hanafi dan Abdul halim, dalam Iko, 2012: 57).

Dana yang diperoleh dari penerbitan obligasi syariah diharapkan mampu menambah modal perusahaan sehingga perusahaan dapat memaksimalkan penjualan perusahaan dan meningkatkan laba perusahaan. Dari penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa hipotesis dari analisis rasio ini adalah sebagai berikut :

Ha₃ : terdapat perbedaan *Return On Asset* (ROA) yang signifikan pada perusahaan sebelum dan sesudah menerbitkan obligasi syariah.

4. Rasio Pasar

Rasio pasar (*market share*) atau rasio saham adalah rasio yang digunakan untuk mengukur nilai saham (Ang dalam Widodo, 2007).

Price Earning Ratio (PER) akan mewakili perhitungan rasio pasar dalam penelitian ini. Analisis *Price Earning Ratio* (PER) melihat harga pasar saham relative terhadap *earning*-nya.

Penerbitan obligasi syariah menjadi salah satu upaya perusahaan untuk mencari investor guna menambah modal perusahaan. Kemudian

manajer terhadap pasar. Apabila seorang manajer perusahaan yakin bahwa prospek perusahaan baik, dan karenanya ingin harga saham meningkat, ia ingin mengkomunikasikan terhadap calon investor, hal tersebut sebagaimana yang disampaikan Ross (1977) dalam teori signaling (struktur modal dengan penggunaan utang). Perusahaan yang diharapkan tumbuh dengan tingkat pertumbuhan tinggi, biasanya mempunyai PER yang tinggi (Hanafi, 2008). Dari penjelasan tersebut, maka hipotesis dari rasio ini adalah :

Ha₄ : terdapat perbedaan *Price Earning Ratio* (PER) yang