



UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI

SKRIPSI

**ANALISIS PERBEDAAN KINERJA PERUSAHAAN SEBELUM DAN  
SETELAH PENERBITAN OBLIGASI SYARIAH IJARAH DI INDONESIA  
PERIODE PENELITIAN 2003-2007**

Diajukan Oleh :

**Devi Prasetya**

**0604007298**

**UNTUK MEMENUHI SEBAGIAN DARI SYARAT-SYARAT GUNA  
MENCAPAI GELAR SARJANA EKONOMI  
DEPARTEMEN AKUNTANSI**

**2008**



UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI

SKRIPSI

**ANALISIS PERBEDAAN KINERJA PERUSAHAAN SEBELUM DAN  
SETELAH PENERBITAN OBLIGASI SYARIAH IJARAH DI INDONESIA  
PERIODE PENELITIAN 2003-2007**

Diajukan Oleh :

**Devi Prasetya**

**0604007298**

**UNTUK MEMENUHI SEBAGIAN DARI SYARAT-SYARAT GUNA  
MENCAPAI GELAR SARJANA EKONOMI  
DEPARTEMEN AKUNTANSI**

**2008**

# BAB I

## PENDAHULUAN

### I.1 Latar Belakang

Dalam menjalankan usaha, perusahaan membutuhkan dana untuk menjalankan operasinya. Sumber pembiayaan yang sering digunakan oleh perusahaan ada tiga macam, yaitu saham, obligasi dan leasing. Prinsip yang digunakan dalam pembiayaan melalui ketiga instrumen tersebut selama ini masih didasarkan pada prinsip ekonomi kapitalis atau konvensional yang tidak mempedulikan aspek-aspek agama dalam pelaksanaannya.

Di sisi lain, sejak dua dekade ini telah marak diperbincangkan mengenai prinsip ekonomi yang berdasarkan syariat Islam. Sebenarnya prinsip ekonomi syariah ini telah ada sejak zaman kenabian, ditandai dengan adanya ayat-ayat Al Quran dan al Hadis yang mengatur tentang perdagangan. Dalam hal ini, Islam melarang perdagangan yang mengandung unsur riba (bunga), gharar (ketidakpastian), dan maysir (judi). Sofyan (2007) juga mengatakan bahwa ilmu ekonomi kapitalis sudah berada dalam posisi krisis, sedangkan ilmu ekonomi Islam termasuk akuntansi Islam berada pada posisi munculnya berbagai pemikiran (*school of thought*). Gambling dan Karim (1991) mengatakan bahwa konsep pendapatan ekonomi tidak bisa diterima dalam perspektif Islam karena hal-hal yang tidak bisa diterima itu begitu fundamental bagi deduktif barat. Misalnya, model tingkat ekonomi dengan pengembalian modal yang membentuk basis bagi kalkulasi pendapatan di muka dengan asumsi bahwa uang punya nilai waktu, yang dinyatakan Gambling dan Karim sebagai hal yang tidak ada dalam Islam. Hal ini juga mendorong kita untuk mempelajari lebih dalam mengenai hal-hal yang berkaitan dengan ekonomi syariah.

# BAB I

## PENDAHULUAN

### I.1 Latar Belakang

Dalam menjalankan usaha, perusahaan membutuhkan dana untuk menjalankan operasinya. Sumber pembiayaan yang sering digunakan oleh perusahaan ada tiga macam, yaitu saham, obligasi dan leasing. Prinsip yang digunakan dalam pembiayaan melalui ketiga instrumen tersebut selama ini masih didasarkan pada prinsip ekonomi kapitalis atau konvensional yang tidak mempedulikan aspek-aspek agama dalam pelaksanaannya.

Di sisi lain, sejak dua dekade ini telah marak diperbincangkan mengenai prinsip ekonomi yang berdasarkan syariat Islam. Sebenarnya prinsip ekonomi syariah ini telah ada sejak zaman kenabian, ditandai dengan adanya ayat-ayat Al Quran dan al Hadis yang mengatur tentang perdagangan. Dalam hal ini, Islam melarang perdagangan yang mengandung unsur riba (bunga), gharar (ketidakpastian), dan maysir (judi). Sofyan (2007) juga mengatakan bahwa ilmu ekonomi kapitalis sudah berada dalam posisi krisis, sedangkan ilmu ekonomi Islam termasuk akuntansi Islam berada pada posisi munculnya berbagai pemikiran (*school of thought*). Gambling dan Karim (1991) mengatakan bahwa konsep pendapatan ekonomi tidak bisa diterima dalam perspektif Islam karena hal-hal yang tidak bisa diterima itu begitu fundamental bagi deduktif barat. Misalnya, model tingkat ekonomi dengan pengembalian modal yang membentuk basis bagi kalkulasi pendapatan di muka dengan asumsi bahwa uang punya nilai waktu, yang dinyatakan Gambling dan Karim sebagai hal yang tidak ada dalam Islam. Hal ini juga mendorong kita untuk mempelajari lebih dalam mengenai hal-hal yang berkaitan dengan ekonomi syariah.

Sampai tahun 1970, sejumlah besar masyarakat muslim tidak dapat terlibat dalam investasi pasar modal disebabkan larangan-larangan Islam pada aktivitas bisnis tertentu (Huda,2007). Namun untuk memenuhi kepentingan pemodal yang ingin mendasarkan kegiatan investasinya berdasarkan pada prinsip-prinsip syariah, dibuatlah beberapa alternatif investasi seperti saham syariah, obligasi syariah, dan reksadana syariah. Hal ini telah berkembang di berbagai negara termasuk Indonesia.

Anis Badriwan, dalam diskusi “Perkembangan Obligasi Syariah” yang disampaikan pada diskusi bulanan MES, Ged. Bapepam, 2003 mengatakan secara resmi Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) meluncurkan prinsip pasar modal syariah pada tanggal 14 dan 15 Maret 2003 dengan ditandatanganinya nota kesepahaman antara Bapepam dengan Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), sehingga perkembangan secara umum tersebut diterapkan di berbagai instrumen syariah, selanjutnya penerapan prinsip syariah pada sektor di luar industri perbankan, juga telah dijalankan pada industri pasar modal (Pasar Modal Syariah).<sup>1</sup> Pada industri pasar modal dengan prinsip syariah, telah diterapkan pada instrumen Obligasi, Saham dan Reksa Dana.

Perkembangan industri pasar modal syariah ditandai oleh berbagai indikator diantaranya adalah semakin maraknya para pelaku pasar modal syariah yang mengeluarkan efek-efek syariah selain saham-saham dalam *Jakarta Islamic Index* (JII). Dalam perjalanannya, perkembangan pasar modal syariah di Indonesia telah mengalami kemajuan sampai tahun 2006 diantaranya adalah telah diterbitkannya 6 (enam) Fatwa DSN-MUI yang berkaitan dengan industri pasar modal dan *master plan* pengembangan pasar modal syariah yang dibuat oleh Bapepam. Pada Mei 2008 yang lalu, juga telah disahkan Undang-Undang mengenai Obligasi Syariah di Indonesia.

---

<sup>1</sup> Wibowo (2007)

Salah satu alternatif syariah yang berkembang cukup pesat adalah obligasi syariah. Pada dasarnya obligasi syariah hampir sama dengan obligasi konvensional, perbedaan yang utama terdapat pada unsur bunga (riba) dalam obligasi konvensional yang diharamkan oleh syariah. Perkembangan yang cukup pesat ini ditandai oleh meningkatnya nilai emisi obligasi syariah di pasar modal Indonesia, bahkan hingga tahun 2005, mencapai 18 emisi obligasi dengan nilai Rp. 2,2 Triliun atau sekitar dua persen dari total obligasi nasional. Pada tahun 2002 hanya ada satu obligasi syariah dari Indosat dengan nilai Rp. 175 Miliar. Tahun 2003, terjadi enam emisi obligasi syariah dengan nilai Rp. 665 Miliar. Tahun 2004 ada delapan emisi obligasi syariah dengan nilai Rp. 970 Miliar dan tahun 2005 terdapat emisi senilai Rp. 345 milyar. Barulah pada tahun 2006, PLN berencana mengumumkan emisi obligasi dengan nilai Rp. 200 Miliar.<sup>2</sup>

Pengembangan pasar modal syariah di Indonesia kini menunjukkan prospek yang menggembarakan.<sup>3</sup> Investor obligasi syariah tidak hanya berasal dari institusi keuangan syariah tetapi juga berasal dari investor konvensional. Prinsip-prinsip obligasi syariah secara operasional berbeda dengan obligasi konvensional, termasuk metode perhitungan *return* dengan bagi hasil dan juga sebagian besar skim yang digunakan yang adalah mudharabah dan ijarah. Sehingga dalam hal ini, investor konvensional akan tetap dapat berpartisipasi dalam obligasi syariah, jika memberikan keuntungan yang kompetitif. Terhitung sejak tahun 2002, kini telah ada 16 perusahaan di Indonesia yang menggunakan instrumen pembiayaan ini.<sup>4</sup> Tidak hanya perusahaan yang berbasis syariah seperti Bank Muamalat dan Bank Syariah Mandiri, namun juga perusahaan yang tidak berbasis syariah seperti Indosat, Berlian Laju Tanker, Matahari Putra Prima, dan lainnya.

---

<sup>2</sup>Sigit Pramono dan Abdul Azis S, "Obligasi Syariah Untuk Pembiayaan Infrastruktur : Tantangan dan Inisiatif Strategis", disampaikan pada seminar dan kolokium Perkembangan Sistem Keuangan Syariah, SBM ITB, 2006.

<sup>3</sup>Kepala Bagian Pengembangan Pasar Modal Syariah Bapepam, Fadillah Kartikasari dalam majalah Akuntan Indonesia edisi I/Oktober 2007

<sup>4</sup>Dalam Daftar Efek Syariah 30 Nopember 2007. [www.bapepam.go.id](http://www.bapepam.go.id).

Estimasi yang dapat dipercaya memperkirakan tidak kurang dari 300 miliar dolar AS dana di dunia yang diinvestasikan dalam instrumen pasar modal syariah. Inilah yang mendorong banyaknya manajer investasi di negara-negara Barat yang menawarkan instrumen syariah. Berbagai obligasi syariah yang diterbitkan di Timur Tengah dan Malaysia selalu melibatkan *global investment bankers* yang berkantor pusat di Inggris, Amerika Serikat, Jerman, atau Belanda.<sup>5</sup>

Penerbitan obligasi syariah di Indonesia dipelopori oleh PT Indosat pada tahun 2002 dengan bentuk obligasi mudharabah. Menurutnya, memang pada awalnya beberapa perusahaan menerbitkan obligasi dengan akad mudharabah, namun saat ini akad ijarah juga digunakan dalam penerbitan obligasi. Skim yang cocok untuk Indonesia adalah skim obligasi syariah ijarah.

Usmani (2006) mengatakan bahwa karena *lessor* dalam ijarah memiliki aset yang disewakan, ia dapat menjual aset, secara keseluruhan maupun sebagian, ke pihak ketiga yang ingin membeli dan dapat mengganti hak dan kewajiban lessor sesuai dengan pembelian bagian aset. Pembelian proporsi aset oleh pihak ketiga dapat dibuktikan dengan sertifikat yang disebut sukuk ijarah. Sertifikat ini akan menyajikan kepemilikan pemegang sertifikat dalam aset yang disewakan sesuai dengan hak dan kewajiban pemilik/lessor sebelumnya.

Alasan yang mungkin menyebabkan obligasi syariah ijarah cocok diterapkan di Indonesia, yaitu :

1. Mudah diubah menjadi kas

Dalam Usmani (2006) dijelaskan bahwa apabila terjadi kerusakan total pada aset, pemegang sertifikat sukuk ijarah akan mengalami kerugian atas kepemilikannya.

Sertifikat ini menjadi bukti proporsi kepemilikan *tangible asset*, dapat

---

<sup>5</sup>Karim (2004), dalam Artikel "SUN Syariah dan Dana Global". Republika Online: Senin, 04 April 2005

dinegosiasikan dan diperdagangkan secara bebas di pasar dan dapat digunakan sebagai instrumen yang mudah diubah menjadi kas. Hal ini dapat membantu dalam memecahkan masalah likuiditas manajemen yang dihadapi oleh Bank Islam dan institusi keuangan lainnya.

2. Menggambarkan kepemilikan (*real ownership*) atas aset yang disewakan, bukan hanya hak untuk menyewa

Sukuk ijarah menyajikan hak pemegang sertifikat untuk mengklaim hanya jumlah tertentu dari sewa tanpa memberikan kepemilikan aset yang tidak dibolehkan dalam syariah.

Selain itu, obligasi syariah merupakan instrumen investasi yang memberikan pendapatan tetap (*fixed income*) pada para investor berupa *margin fee*. Jumlah margin fee tersebut telah disepakati di awal perjanjian sehingga jelas berapa return yang akan diperoleh investor dari investasinya.

Dalam hukum Islam tidak semua perusahaan dapat mengeluarkan obligasi syariah, terutama berkaitan dengan aktivitas utamanya. Obligasi syariah tidak memasukkan unsur bunga dalam *return* ke investor. Dalam Islam, bunga (*riba*) adalah sesuatu yang diharamkan. Achsien (2003) dalam artikelnya berpendapat :

*"Obligasi syariah berbeda dengan obligasi konvensional. Semenjak ada konvergensi pendapat bahwa bunga adalah riba, maka instrumen-instrumen yang punya komponen bunga (interest bearing instruments) ini keluar dari daftar investasi halal. Karena itu, dimunculkan alternatif yang dinamakan obligasi syariah".*

Return diberikan dalam bentuk bagi hasil (*loss profit sharing*) yang secara mental menuntut emiten (penerbit obligasi) untuk bekerja maksimal dengan memanfaatkan dana yang diperoleh. Salah satu tujuan penerbitan obligasi syariah adalah untuk meningkatkan produktivitas aktiva dengan menggunakan dana yang diperoleh. Keberhasilan perusahaan setelah menerbitkan obligasi syariah juga dapat dievaluasi. Salah satunya adalah dengan



mengukur kinerjanya melalui rasio-rasio keuangan perusahaan sebelum dan setelah penerbitan obligasi syariah.

Hal inilah yang mendorong penulis untuk menganalisis seberapa besar perbedaan kinerja perusahaan sebelum dan setelah penerbitan obligasi syariah, secara khusus dengan skim ijarah, dalam hal ini terkait dengan rasio keuangan. Selain itu penulis juga berusaha menjelaskan perbandingan obligasi syariah dengan obligasi konvensional secara umum sehingga dapat menarik beberapa perusahaan untuk menggunakannya. Dari pengetahuan ini, diharapkan perusahaan akan semakin selektif dalam membuat *capital decision* dengan mempertimbangkan *cost and benefit* dari tiap alternatif pembiayaan yang ada. Pada akhirnya, prinsip-prinsip syariah dapat menjadi pertimbangan khusus dalam menjalankan usaha secara khusus dan perekonomian secara umum.

## **I.2 Rumusan Masalah dan Tujuan**

Sebagai negara yang memiliki mayoritas penduduk beragama Islam, obligasi syariah Indonesia telah tertinggal dari negara-negara lain seperti Malaysia, Bahrain dan Qatar (Nur, 2004). Masih terbatasnya pengetahuan mengenai obligasi syariah menyebabkan perlunya pembahasan secara lebih mendalam mengenai hal ini. Dari penjelasan sebelumnya, dapat disimpulkan pembahasan skripsi ini meliputi :

### 1) Bagaimana perbandingan obligasi konvensional dengan obligasi syariah?

Dipilihnya obligasi syariah sebagai salah satu instrumen pembiayaan perusahaan tentunya didasarkan oleh berbagai perbedaan yang dimiliki obligasi syariah dengan obligasi konvensional. Perbedaan tersebut dapat diketahui dengan mencari referensi, sehingga dapat diketahui dengan jelas perbedaan antara kedua instrumen pembiayaan ini.

2) Apakah terdapat perbedaan kinerja perusahaan penerbit obligasi syariah ijarah setelah penerbitan dibandingkan sebelum penerbitan?

Dengan menghitung rasio-rasio keuangan terkait dengan penerbitan obligasi syariah ijarah dan dilakukan uji beda atas rasio-rasio tersebut, dapat dilihat kecenderungan apakah terdapat perbedaan dalam kinerja perusahaan sebelum dan setelah penerbitan.

Tujuan Penulisan

Adapun penulisan skripsi ini bertujuan untuk :

- mengetahui perbandingan antara obligasi syariah dan obligasi konvensional sebagai sumber pembiayaan dan investasi
- mengetahui perbedaan kinerja perusahaan penerbit obligasi syariah ijarah sebelum dan setelah penerbitan

### **I.3 Batasan dan Ruang Lingkup Masalah**

Penulisan skripsi ini hanya terbatas pada hal-hal yang terkait dengan obligasi syariah, khususnya dengan skim/akad ijarah, berdasarkan data-data yang telah ada. Skripsi ini juga menggunakan studi empiris yang mengolah beberapa data kuantitatif mengenai kinerja beberapa perusahaan penerbit obligasi syariah ijarah yang diperoleh melalui laporan keuangan. Penulis berusaha untuk mengumpulkan data-data yang bersifat kuantitatif dan mencoba menganalisa secara deskriptif hal-hal yang berkaitan dengan masalah yang ingin dibahas. Karena perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah ijarah masih sangat sedikit di Indonesia hingga tahun 2007, diharapkan untuk penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan sampel yang lebih banyak dan rentang waktu yang lebih panjang.

Selain itu, peneliti hanya melihat perbandingan kinerja perusahaan sebelum dan setelah penerbitan obligasi syariah ijarah, tanpa memisahkan pengaruh sumber pembiayaan

lainnya ke rasio keuangan perusahaan. Oleh karenanya, untuk penelitian selanjutnya diharapkan dapat mengukur pengaruh dari penerbitan obligasi syariah secara tersendiri dan memisahkan pengaruh dari sumber pembiayaan lain seperti obligasi konvensional, saham, atau sumber lainnya.

Secara khusus, obligasi syariah yang dibahas dalam skripsi ini adalah obligasi syariah ijarah yang diterbitkan oleh beberapa perusahaan di Indonesia.

#### **I.4 Metodologi Penelitian**

Metodologi penelitian yang digunakan dalam penulisan skripsi ini adalah :

- Riset Kepustakaan

Penulis mempelajari buku-buku dan berbagai literatur, seperti media massa, skripsi, tesis dan lainnya yang berhubungan dengan permasalahan yang ingin dibahas.

- Pengumpulan Data

Data-data yang dikumpulkan berasal dari perusahaan-perusahaan yang telah mengeluarkan obligasi seperti jenis obligasi syariah yang diterbitkan dan lainnya.

- Statistik Deskriptif

Skripsi ini menggunakan laporan keuangan dari enam perusahaan penerbit obligasi syariah ijarah sebagai sampel dimana penulis berusaha untuk menjelaskan dan menggambarkan data-data tersebut melalui bahasa tulisan. Dari laporan keuangan yang diperoleh, akan dihitung rasio keuangan yang telah ditentukan sebagai variabel kinerja, yaitu *Current Ratio*, *Total Asset Turnover*, *Return On Asset*, dan *Debt to Total Asset Ratio*. Selanjutnya data rasio keuangan tersebut akan diolah dengan menggunakan *t test* dan untuk memudahkan akan diregresikan dengan *dummy variable*.

#### **1.5 Sistematika Penulisan**

Sistematika penulisan skripsi ini terdiri dari lima bab, yaitu :

Bab I : Pendahuluan

Bab ini terdiri dari Latar Belakang, Rumusan Masalah dan Tujuan, Batasan dan Ruang Lingkup Masalah, Metodologi Penelitian, dan Sistematika Penulisan skripsi yang dilakukan penulis.

Bab II : Landasan Teori

Bagian ini menjelaskan teori-teori yang berkaitan dengan masalah yang ingin diteliti oleh penulis. Terdiri dari penjelasan landasan fikih Islam dan berbagai literatur mengenai obligasi konvensional dan obligasi syariah serta pengukuran kinerja perusahaan berdasarkan analisa rasio keuangan

Bab III : Hipotesis dan Metodologi Penelitian

Pada bab ini penulis akan menjelaskan metodologi penelitian yang digunakan dalam skripsi ini untuk mengukur kinerja perusahaan emiten sebelum dan setelah menerbitkan obligasi syariah ijarah, antara lain metode penelitian, populasi dan sampel data, sumber data, metode pengumpulan data, dan metode analisis.

Bab IV : Analisis dan Pembahasan

Dari penjelasan pada bab sebelumnya, bab ini akan melanjutkan dengan menganalisa kinerja perusahaan sampel sebelum dan setelah penerbitan obligasi syariah ijarah untuk mengetahui apakah dengan penerbitan tersebut akan berpengaruh positif atau sebaliknya pada kinerja perusahaan. Hal-hal yang akan dianalisa antara lain :

a. Rasio Likuiditas

*Current Ratio*

b. Rasio Aktivitas

*Asset Turnover*

c. Rasio Profitabilitas (rentabilitas)

*ROA (Return on Asset)*

d. Coverage Ratio

*Debt to Total Assets Ratio*

## Bab V : Penutup

Bab ini merupakan bagian akhir dari penulisan skripsi ini. Terdiri dari kesimpulan sebagai jawaban dari masalah yang ada, dan penutup.

