

## **BAB II**

### **LANDASAN TEORI**

#### **II.1 Tinjauan Syariah Islam**

Achsien (2000) mengatakan bahwa pada tataran teoritis, agama memuat segala sesuatu yang terbaik yang diperlukan manusia untuk mengolah tujuan-tujuan hidupnya. Agama menyediakan cita-cita kebahagiaan dan kesejahteraan, moralitas, etos kerja, manajemen keadilan serta apa saja yang dibutuhkan manusia dalam pergaulan dengan sesamanya dan seluruh unsur alam. Bagi muslim, Islam adalah jalan hidup yang mengatur seluruh aspek kehidupan, sejalan dengan perintah, *"Hai orang-orang yang beriman, masuklah kamu ke dalam Islam secara keseluruhan..."* (QS. Al Baqarah:208). Dengan demikian, tidak seperti sekularisme, Islam tidak menghendaki adanya pemisahan antara agama dan ekonomi ataupun aspek kehidupan yang lain.

Dari fikih Islam, terdapat dua sumber hukum yang mengatur mengenai akad atau perjanjian, yaitu Al Quran dan Al Hadist.

##### **II.1.1 Al Quran**

Al Quran merupakan sumber hukum Islam yang paling utama. Dalam Al Quran dicantumkan hal-hal yang boleh dan tidak boleh dilakukan dalam Islam, adab-adab dalam melakukan sesuatu, dan hal-hal lain berkaitan dengan kehidupan manusia. Orang-orang beriman wajib mengikuti aturan-aturan yang tertulis dalam Al Quran karena aturan tersebut merupakan firman Allah yang disampaikan melalui Nabi Muhammad SAW dan bertujuan demi kebaikan seluruh umat.

Termasuk di dalamnya akad yang terkait dengan obligasi dalam hal bunga (riba) pada khususnya. Riba (*interest*) adalah kompensasi atau kelebihan pengembalian yang

disyaratkan dalam suatu kontrak perjanjian. Riba merupakan hal yang sangat dilarang dalam Islam. Telah banyak kaum muslim yang membahas rasionalisasi pelarangan riba dan alternatif-alternatifnya (Tariq, 2004).

Beberapa ayat Al Quran yang terkait dengan pelarangan riba ini antara lain :

1. *"...Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba..."* (QS 2:275)
2. *"Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan tinggalkan sisa riba (yang belum dipungut) jika kamu orang-orang yang beriman. Maka jika kamu tidak mengerjakan (meninggalkan sisa riba) maka ketahuilah bahwa Allah dan Rasul-Nya akan memerangimu. Dan jika kamu bertaubat, bagimu pokok hartamu, kamu tidak menganiaya dan tidak pula dianiaya."* (QS 2:278-279)
3. *"Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang bathil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama suka diantara kamu..."* (QS 4:29)

### **II.1.2 Al Hadist**

Hadis merupakan hal-hal yang dilakukan, dikatakan, atau disarankan oleh Rasulullah SAW. Hadis yang terkait dengan obligasi antara lain :

1. *"Rasulullah SAW melarang jual beli (yang mengandung) gharar"* (HR Baihaqi dari Ibnu Umar)
2. *"Perjanjian dapat dilakukan di antara kaum muslimin, kecuali perjanjian yang mengharamkan yang halal dan menghalalkan yang haram."* (HR Tirmidzi dari Amr bin Auf)
3. *"Sungguh jika aku dipinjami dua dinar emas, lalu dibayarkan kembali (kepadaku). Kemudian aku meminjam lagi (kepada orang lain) niscaya aku lebih mencintai meminjamkannya dari pada aku mendedekahkannya. Karena meminjamkan itu dapat"*

memberi kemudahan kepada saudara semuslim serta dapat memenuhi/menolong kebutuhannya. Meminjamkan itu sunnah seperti sedekah, namun ia tidak wajib”. (Abi Darda r.a.)

4. ”Berikanlah unta yang bagus itu kepadanya, karena sebaik-baik manusia adalah yang paling baik membayar hutangnya”. (HR. Imam Muslim)

### II.1.3 Akad (Perjanjian) yang Diperbolehkan Dalam Syariah Islam

Dalam *Accounting and Auditing Standard for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) 1998, disebutkan beberapa akad yang diperbolehkan dan sesuai dengan syariat Islam, antara lain :

#### a) Mudharabah

Menurut AAOIFI (1998), mudharabah adalah kerjasama dalam laba antara pemilik modal dan pekerja, antara pemilik modal dengan bank syariah sebagai mudharib (*entrepreneur*), atau bank dapat juga sebagai agen.

Dalam akad ini kerugian ditanggung oleh pemilik modal, kecuali ada *misconduct*, *negligence* atau *violation* yang disepakati oleh kedua pihak. Bank syariah dapat juga menanggung kerugian pada kasus tertentu. Pemilik modal (shahibul maal) memberikan modal pada bank (sebagai agen), kemudian menginvestasikan uangnya pada mudharib (*entrepreneur*); atau shahibul maal langsung memberikan modalnya pada mudharib dengan nisbah bagi hasil yang disepakati.

#### b) Musyarakah

Musyarakah adalah bentuk kerjasama antara bank syariah dan kliennya dimana setiap pihak berkontribusi pada kerjasama dalam modal secara sama atau berbagai macam untuk menciptakan sebuah proyek atau kepemilikan. Setiap pihak menjadi pemilik modal yang permanen atau berkurang dan mempunyai kepemilikan laba berdasarkan nisbah yang telah

disepakati. Jika ada kerugian akan dibagi dalam proporsi untuk modal yang dikontribusikan (AAOIFI, 1998).

c) Murabahah

Konsep akad murabahah adalah jual beli, dimana pokok barang dan *mark up* diberitahukan kepada pembeli. AAOIFI menjelaskan bahwa murabahah adalah penjualan barang pada biaya ditambah laba yang disetujui. Dalam akad ini, penjual seharusnya memberikan informasi pada pembeli mengenai harga pembelian dan jumlah yang dikenakan pada pembeli. Jenis dan syarat barang juga harus jelas agar barang yang diserahkan pada pembeli sesuai dengan yang diharapkan.

d) Ijarah

Ijarah secara kegiatan hampir sama dengan sewa menyewa (*leasing*) dalam ekonomi konvensional, begitu juga perlakuan akuntansinya. Bedanya adalah pada akuntansi syariah, ijarah hanya dapat dicatat sebagai *operating ijarah* karena selama masa perjanjian penyewa tidak boleh mengakui aset yang disewa sebagai asetnya, melainkan sebagai hutang. Oleh AAOIFI, ijarah diartikan sebagai transfer kepemilikan berupa jasa untuk sesuatu yang disetujui.

e) Salam dan Istisna'

Salam adalah pembelian komoditas dengan pengiriman yang ditunda dengan pembayaran segera berdasarkan kondisi tertentu atau penjualan komoditas untuk pengiriman yang ditunda dengan pertukaran untuk pembayaran segera. Sedangkan istisna' merupakan kontrak penjualan antara pembeli utama (*al mustasni'*) dan penjual (*al sani'*) berdasarkan pesanan dari *al mustasni'* untuk membuat subyek kontrak (*al masnoo'*) berdasarkan spesifikasi dan menjualnya pada *al mustasni'* untuk harga yang disetujui dan metode penyelesaian pada kontrak, dengan cicilan atau penundaan pada masa mendatang. Dengan kata lain, konsep istisna' hampir sama dengan pesanan barang (*make by order*).

#### II.1.4 Fatwa Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI)

Pelaksanaan aktivitas syariah dapat menyimpang dari prinsip-prinsip syariah sebenarnya. Untuk itu diperlukan pengawas yang dapat mengawasi praktek-praktek yang ada dalam dunia nyata agar prinsip-prinsip tersebut benar-benar diterapkan.

Majelis Ulama Indonesia (MUI) membentuk Dewan Syariah Nasional (DSN) untuk memenuhi kebutuhan tersebut. DSN ini juga bertindak sebagai regulator dan mengeluarkan fatwa (aturan) yang harus menjadi pedoman bagi siapa saja yang akan melakukan aktivitas ekonomi syariah. Terkait dengan munculnya obligasi syariah dan obligasi syariah Ijarah di Indonesia, DSN-MUI telah mengeluarkan beberapa fatwa antara lain :

➤ *Fatwa No: 32/DSN-MUI/IX/2002, tentang Obligasi Syariah*

Peraturan ini terdiri dari empat bagian, yaitu ketentuan umum, ketentuan khusus, penyelesaian perselisihan, dan penutup. Dalam ketentuan umum terdapat tiga hal terkait dengan pengertian obligasi syariah, yaitu :

1. Obligasi yang tidak dibenarkan menurut syariah yaitu obligasi yang bersifat hutang dengan kewajiban membayar berdasarkan bunga;
2. Obligasi yang dibenarkan menurut syariah yaitu obligasi yang berdasarkan prinsip-prinsip syariah;
3. Obligasi Syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang Obligasi Syariah yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang Obligasi Syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Sedangkan dalam ketentuan khususnya, terdapat lima hal utama yaitu :

1. Akad yang dapat digunakan dalam penerbitan obligasi syariah antara lain:
  - Mudharabah (Muqaradah)/ Qiradh
  - Musyarakah

- Murabahah
  - Salam
  - Istishna
  - Ijarah;
2. Jenis usaha yang dilakukan Emiten (Mudharib) tidak boleh bertentangan dengan syariah dengan memperhatikan substansi Fatwa DSN-MUI No. 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah;
  3. Pendapatan (hasil) investasi yang dibagikan Emiten (Mudharib) kepada pemegang Obligasi Syariah Mudharabah (Shahibul Mal) harus bersih dari unsur non halal;
  4. Pendapatan (hasil) yang diperoleh pemegang Obligasi Syariah sesuai akad yang digunakan;
  5. Pemindahan kepemilikan obligasi syariah mengikuti akad-akad yang digunakan.

➤ *Fatwa No: 41/DSN-MUI/IX/2004, tentang Obligasi Syariah Ijarah*

Menurut fatwa ini, 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. Pemegang Obligasi Syariah Ijarah (OSI) dapat bertindak sebagai Musta'jir (penyewa) dan dapat pula bertindak sebagai Mu'jir (pemberi sewa). Emiten dalam kedudukannya sebagai wakil Pemegang OSI dapat menyewa ataupun menyewakan kepada pihak lain dan dapat pula bertindak sebagai penyewa.

Ketentuan khusus fatwa ini antara lain:

1. Akad yang digunakan dalam Obligasi Syariah Ijarah adalah Ijarah dengan memperhatikan substansi Fatwa DSN-MUI No. 9/DSN-MUI/IV/2000 tentang Pembiayaan Ijarah, terutama mengenai rukun dan syarat akad.
2. Obyek Ijarah harus berupa manfaat yang dibolehkan.

3. Jenis usaha yang dilakukan Emiten tidak boleh bertentangan dengan syariah dengan memperhatikan substansi Fatwa DSN-MUI No. 20/DSN-MUI/IX/2000 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksadana Syariah dan No. 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal.
4. Emiten dalam kedudukannya sebagai penerbit obligasi dapat mengeluarkan OSI baik untuk aset yang telah ada maupun aset yang akan diadakan untuk disewakan.
5. Pemegang OSI sebagai pemilik aset (a'yan) atau manfaat (manafi') dalam menyewakan (ijarah) aset atau manfaat yang menjadi haknya kepada pihak lain dilakukan melalui Emiten sebagai wakil.
6. Emiten yang bertindak sebagai wakil dari Pemegang OSI dapat menyewa untuk dirinya sendiri atau menyewakan kepada pihak lain.
7. Dalam hal Emiten bertindak sebagai penyewa untuk dirinya sendiri, maka Emiten wajib membayar sewa dalam jumlah dan waktu yang disepakati sebagai imbalan (*'iwadh ma'lum*) sebagaimana jika penyewaan dilakukan kepada pihak lain.
8. Pengawasan aspek syariah dilakukan oleh Dewan Pengawas Syariah atau Tim Ahli Syariah yang ditunjuk oleh Dewan Syariah Nasional MUI, sejak proses emisi Obligasi Syariah Ijarah dimulai.
9. Kepemilikan Obligasi Syariah Ijarah dapat dialihkan kepada pihak lain, selama disepakati dalam akad.

## **2.2 Obligasi**

### **II.2.1 Pengertian**

Dalam *Over The Counter Fixed Income Securities* yang diterbitkan Bursa Efek Surabaya (BES) disebutkan bahwa obligasi adalah 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.

Sedangkan menurut Peraturan Bapepam:

*Obligasi adalah sertifikat yang berisi kontrak antara investor dan perusahaan, yang menyatakan bahwa investor tersebut atau pemegang obligasi telah meminjamkan sejumlah uang kepada perusahaan. Perusahaan yang menerbitkan obligasi mempunyai kewajiban untuk membayar bunga secara reguler sesuai dengan jangka waktu yang telah ditetapkan serta pokok pinjaman pada saat jatuh tempo.*<sup>6</sup>

Keputusan RI No. 755/KMK011/1982 menyebutkan :

*Pasal 1 menyebutkan bahwa obligasi adalah jenis efek berupa surat pengakuan utang atas pinjaman uang dari masyarakat dalam bentuk tertentu, untuk jangka waktu sekurang-kurangnya tiga tahun dengan menjanjikan imbalan bunga yang jumlah serta pembayarannya telah ditentukan terlebih dahulu oleh Emiten (badan pelaksana pasar modal).*<sup>7</sup>

Obligasi diklasifikasikan sebagai hutang jangka panjang (*long term debt*) yang memiliki berbagai batasan (*covenant*) untuk melindungi pihak peminjam maupun yang meminjamkan (Kieso,2004). Syarat-syarat perjanjian dan *covenant* antara kedua pihak dicantumkan dalam surat obligasi (*bond indenture* atau *note agreement*). Sebagai bagian dari hutang jangka panjang, penerbitan obligasi biasanya berdasarkan tingkat bunga, artinya pihak peminjam akan membayar bunga tersebut setiap periode.

Bagi investor, obligasi juga disebut sebagai *fixed income securities*, dimana *fixed income securities* adalah suatu investasi yang memberikan return melalui pembayaran secara periodik dan eventual dari principal pada saat jatuh tempo. (Usmani, 2006)

Konsep-konsep yang penting dalam obligasi antara lain :

- *Coupon rate* : tingkat bunga yang ditetapkan pada sebuah obligasi

---

<sup>6</sup>Panduan Investasi di Pasar Modal Indonesia, Bapepam bekerjasama dengan Japan International Cooperation Agency, 2003.

<sup>7</sup>Nazir, Habib & Hasanuddin Muhammad, "Ensiklopedi Ekonomi dan Perbankan Syariah", Editor Ahli, Afif Muhammad. Bandung : Kaki Langit, 2004.

- *Face value (Maturity value)* : besarnya nilai pokok dari sebuah obligasi yang dibayarkan kembali pada saat jatuh tempo
- *Interest rate* : tingkat bunga tertentu yang diinginkan oleh investor
- *Maturity* : jangka waktu jatuh tempo pembayaran pokok pinjaman obligasi

Di Indonesia, jangka waktu obligasi biasanya 5 tahun, ada juga yang sampai 10 tahun. Semakin pendek maturity-nya, suatu obligasi akan semakin diminati karena dianggap risikonya akan semakin kecil.

Tingkat bunga berubah-ubah di pasar, sedangkan arus kas yang berasal dari obligasi bagaimanapun tetap sama. Akibatnya nilai obligasi akan berfluktuasi. Ketika tingkat bunga naik, nilai *Present Value* (PV) dari tingkat perolehan arus kas obligasi akan menurun dan nilai obligasi pun akan turun.<sup>8</sup> Begitu juga sebaliknya.

Berikut dijelaskan secara tabel mengenai perbedaan obligasi dengan saham sebagai sumber pembiayaan perusahaan menurut Buku Pedoman Mengenal Obligasi, Bursa Efek Surabaya (BES).

**Tabel 2-1**  
**Perbedaan Obligasi dan Saham**

Saham	Obligasi
Merupakan bukti kepemilikan	Merupakan bukti pengakuan utang
Diterbitkan atas nama	Diterbitkan atas unjuk
Dari sisi jangka waktu, umur saham tidak terbatas	Jangka waktu terbatas, tanggal jatuh tempo ditentukan pada saat emisi (kecuali untuk jenis obligasi tertentu)
Dari sisi pendapatan, saham memiliki hak	Pendapatan berasal dari tingkat bunga dan

<sup>8</sup>Nur, 2004

atas pembayaran dividen dan jumlahnya tergantung pada keuntungan perusahaan	pokok yang periode pembayarannya telah ditetapkan lebih dahulu
Dividen dibayar dari keuntungan perusahaan, potensi laba saham sulit ditaksir dan umumnya berupa estimasi	Dalam keadaan untung maupun rugi, perusahaan tetap harus membayar bunga dan pokok pada tanggal jatuh tempo
Harga saham lebih berfluktuasi, sangat sensitif terhadap kondisi mikro dan makro perekonomian (termasuk bunga)	Harga obligasi relatif lebih stabil, namun sangat sensitif terhadap tingkat suku bunga dan inflasi
Pemegang saham mempunyai hak suara atau hak untuk menentukan jalannya perusahaan	Pemegang obligasi tidak memiliki hak suara atau hak untuk menjalankan perusahaan
Jika terjadi likuidasi maka klaim pemegang saham bersifat inferior	Pemegang obligasi memiliki hak terlebih dahulu (senior) terhadap aktiva perusahaan, kecuali obligasi subordinasi

Dikumpulkan dari berbagai sumber.

## II.2.2 Jenis Obligasi

Secara umum, obligasi dapat dibagi ke dalam empat jenis.

### a. Berdasarkan Penerbit

- *Corporate bonds* : adalah obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan, baik BUMN maupun swasta
- *Government bonds* : adalah obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah
- *Municipal bonds* : adalah obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah daerah

### b. Berdasarkan mekanisme pembayaran bunga

- *Zero coupon bonds* : adalah obligasi yang tidak melakukan pembayaran bunga secara periodik, namun dibayar sekaligus pokok pada tanggal jatuh tempo
  - *Coupon bonds* : adalah obligasi dengan kupon yang dapat diuangkan secara periodik sesuai dengan ketentuan penerbitnya
  - *Fixed coupon bonds* : merupakan obligasi dengan tingkat bunga yang telah ditetapkan sebelum masa penawaran di pasar perdana (*primary market*) dan akan dibayarkan secara periodik
  - *Floating coupon bonds* : adalah obligasi dengan bunga yang ditentukan sebelum jangka waktu tertentu, berdasarkan suatu acuan tertentu seperti *average time deposit* (ATD) yaitu rata-rata tertimbang tingkat suku bunga deposito dari bank pemerintah dan swasta.
- c. Berdasarkan hak penukaran/opsi
- *Convertible bonds* : merupakan obligasi yang memberikan hak pada pemegangnya untuk mengkonversi obligasi ke sejumlah saham emiten (*issuer*)
  - *Callable bonds* : adalah obligasi yang memberikan hak pada emiten (*issuer*) untuk membeli kembali obligasi pada harga tertentu sepanjang umur obligasi.
  - *Exchangeable bonds* : adalah obligasi yang memberikan hak pada pemegang obligasi untuk menukar obligasi tersebut ke dalam saham atau kepemilikan perusahaan emiten di perusahaan lain.
  - *Putable bonds* : merupakan obligasi yang memberikan hak pada pemegang obligasi yang mengharuskan emiten untuk membeli kembali obligasi pada harga tertentu sepanjang umur obligasi tersebut.
- d. Berdasarkan jaminan (*collateral*)
- *Secured bonds* : adalah obligasi yang dijaminan oleh kekayaan perusahaan atau pihak ketiga

- *Unsecured bonds* : adalah obligasi yang tidak dijamin oleh kekayaan perusahaan maupun pihak ketiga.

### II.2.3 Risiko Obligasi

Obligasi memiliki dua jenis risiko, yaitu *systematic risk* dan *unsystematic risk*.

- *Systematic risk* merupakan risiko yang disebabkan oleh faktor-faktor makro secara umum yang mempengaruhi seluruh sekuritas.<sup>9</sup> Keragaman dalam total *return* sekuritas yang berhubungan dengan seluruh pergerakan dalam pasar dan ekonomi akan memiliki efek terhadap seluruh sekuritas yang ada.

Pada dasarnya tiap sekuritas, baik saham maupun obligasi, memiliki *systematic risks* karena risiko ini berhubungan dengan tingkat bunga, pasar, dan risiko inflasi. Faktor politik dan ekonomi suatu negara juga merupakan penyebab dari risiko ini. Risiko ini tidak dapat dihindari oleh investor bagaimanapun diversifikasi investasi dilakukan. Jika pasar sedang menurun tajam atau sedang menguat, kebanyakan saham juga akan terpengaruh. Risiko ini sangat penting untuk diperhatikan investor.

- *Nonsystematic risk* merupakan risiko yang dimiliki oleh masing-masing sekuritas secara unik dan tidak berhubungan dengan keragaman return dalam pasar. Risiko ini berhubungan dengan faktor-faktor seperti risiko bisnis dan keuangan yang akan mempengaruhi likuiditas perusahaan.

### II.2.4 Return Obligasi

Return adalah tingkat pengembalian yang diperoleh investor atas investasi yang dilakukannya. Return terdiri dari:

---

<sup>9</sup>Jones, 2004, hal.144

- *Required return* adalah return yang diinginkan atau disyaratkan oleh investor pada awal investasi.
- *Expected return* adalah return yang diestimasikan dari aset yang diharapkan oleh investor di masa depan.<sup>10</sup>
- *Realized return* adalah return yang benar-benar dapat direalisasikan dari investasi<sup>11</sup>
- *Total return* adalah ukuran persentase yang berhubungan dengan seluruh arus kas suatu sekuritas dalam periode tertentu terhadap harga belinya.

Arus kas obligasi berasal dari pembayaran bunga yang diterima oleh investor.

## II.2.5 Kelebihan dan Kekurangan Obligasi

Dari penjelasan yang ada, dapat disimpulkan mengenai kelebihan dan kekurangan obligasi antara lain :

**Tabel 2-2**  
**Kelebihan dan Kekurangan Obligasi**

	Kelebihan	Kekurangan
Bagi Emiten	<ul style="list-style-type: none"> <li>- relatif murah, karena tingkat bunga telah ditentukan sejak awal, jadi jumlah bunga yang harus dibayarkan pasti</li> <li>- jangka waktu jatuh temponya (maturity) biasanya panjang, membuat perusahaan emiten lebih fleksibel dalam menggunakan dana obligasi.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- memberatkan emiten jika kondisi perusahaan sedang tidak baik, karena bunga wajib dibayar oleh emiten pada pemegang obligasi, tidak peduli apakah kondisi perusahaan untung maupun rugi</li> </ul>

<sup>10</sup>Jones, 2004 hal.140

<sup>11</sup>Ibid, hal.140

Bagi Investor	<ul style="list-style-type: none"> <li>- investasi yang relatif aman, pendapatan yang akan diperoleh pasti (<i>fixed income securities</i>), yaitu berasal dari bunga kupon dan pokok pinjaman</li> <li>- kemungkinan untuk mendapatkan <i>capital gain</i> apabila investor menjual obligasi tersebut pada pihak ketiga</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- investasi yang jangka waktunya relatif panjang sehingga merupakan aset yang tidak likuid bagi investor</li> <li>- pemegang obligasi tidak memiliki hak suara dalam perusahaan</li> </ul>
---------------	---	---

*Diolah dari berbagai sumber*

The Council of the Islamic Fiqh Academy, dalam pertemuan ke-6 yang diadakan di Jeddah, Arab Saudi, 14-20 Maret 1990, membahas mengenai obligasi menurut Islam.<sup>12</sup>

Hasilnya antara lain :

- Pertama : obligasi yang memberikan kewajiban untuk membayar jumlah obligasi dan bunganya terkait dengan *face value* atau keuntungan yang telah ditetapkan sebelumnya, dilarang dalam syariah. Penerbitan, pembelian, dan negosiasi obligasi tersebut semuanya dilarang karena terkait dengan bunga pinjaman (*interest-bearing loans*).
- Kedua : *zero coupon bonds* juga dilarang karena dijual pada harga yang lebih rendah dari *face value*-nya. Pemilik obligasi tersebut akan memperoleh keuntungan dari perbedaan harga yang merupakan diskon dari obligasi.
- Ketiga : *Prize Bonds* (obligasi berhadiah) juga dilarang karena dipinjamkan dengan kewajiban untuk membayar keuntungan yang telah ditentukan atau jumlah tambahan

<sup>12</sup>Dalam Usmani (2006) hal.1

yang diambil sesuai keinginan pihak-pihak tertentu. Obligasi ini juga diibaratkan sebagai judi (Qimar).

Dengan kata lain, obligasi dilarang dalam Islam karena mengandung unsur riba (bunga) di dalamnya yang mengharuskan peminjam untuk membayar sejumlah nilai obligasi ditambah jumlah tertentu sebagai bunga.

Dilarangnya kegiatan yang berkaitan dengan obligasi, membuat *AAOIFI Shari'a Board* membuat suatu alternatif pembiayaan sebagai pengganti obligasi yang disebut Sukuk. Di Indonesia, sukuk dikenal dengan nama obligasi syariah yang dibedakan dengan obligasi konvensional.

### **II.3 Obligasi Syariah**

Obligasi merupakan salah satu instrumen pasar modal syariah di samping saham syariah dan reksadana syariah. Pada awalnya banyak kalangan yang meragukan keabsahan dari obligasi syariah. Mengingat obligasi merupakan surat bukti kepemilikan hutang, yang dalam Islam sendiri hal tersebut tidak diakui. Namun demikian, sebagaimana pengertian bank syariah adalah bank yang menjalankan prinsip syariah, tetap menyalurkan dana, tetapi tidak dengan dasar bunga, demikian juga adanya pergeseran pengertian pada obligasi.<sup>13</sup>

#### **II.3.1 Pengertian**

Obligasi Syariah di dunia internasional dikenal dengan Sukuk. Sukuk berasal dari bahasa Arab “sak” (tunggal) dan “sukuk” (jamak) yang memiliki arti mirip dengan sertifikat atau *note*. Sukuk merupakan bukti (*claim*) kepemilikan (Nathif, 2004). Sebuah sakk atau sukuk mewakili kepentingan (*interest*), baik penuh ataupun proporsional dalam sebuah atau kumpulan aset.

---

<sup>13</sup>Firdaus, dkk. hal.13

Ketentuan yang mengatur tentang penerbitan sukuk, terutama dari sisi syariah telah ditetapkan oleh *Accounting and Auditing Standard for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI)<sup>14</sup>, yaitu Sharia Standard No. 17 – Investment Sukuk. AAOIFI sendiri mendefinisikan sukuk sebagai sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan yang tidak dibagikan atas suatu aset, hak manfaat, dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan investasi tertentu.

Berdasarkan Fatwa Dewan Syariah Nasional No.32/DSN-MUI/IX/2002,

*”Obligasi Syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang Obligasi Syariah berupa bagi hasil/margin/fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.”*

Menurut Pontjowinoto (2003), obligasi syariah adalah suatu kontrak perjanjian tertulis yang bersifat jangka panjang untuk membayar kembali pada waktu tertentu seluruh kewajiban yang timbul akibat pembiayaan untuk kegiatan tertentu menurut syarat dan ketentuan tertentu serta membayar sejumlah manfaat secara periodik menurut akad. Dari sisi pasar modal, penerbitan obligasi syariah muncul sehubungan dengan berkembangnya institusi-institusi keuangan syariah, dana pensiun syariah, dan reksa dana syariah yang membutuhkan alternatif penempatan investasi.

Dari dua pengertian di atas, jelas bahwa hal yang harus dihindari dari penerbitan obligasi syariah adalah bunga (riba/interest) yang diharamkan oleh ajaran Islam.

Achsien (2000) mengatakan faktor diskonto yang digunakan sebagai *cost of capital* tergantung dari aset dan risiko yang dikandungnya. Islam mengizinkan pinjam-meminjam tidak dengan bunga, melainkan dengan basis *profit/loss sharing*. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa Islam mendorong umatnya menjadi investor dan bukannya kreditor. Investor selalu berhadapan dengan risiko, sejalan dengan konsep *profit/loss*

---

<sup>14</sup>AAOIFI, Sharia Standard, 2003-2004, Bahrain, 2004, Standard No.17: Sharia Standard for Investment Sukuk

*sharing* yang berarti juga *risk sharing*. Dengan demikian penghitungan *cost of capital* dalam pendanaan Islami akan lebih menjurus pada *cost of equity*, karena *debt* dengan sistem tersebut pun diakui sebagai *equity*.

### II.3.2 Jenis Sukuk Investasi

AAOIFI dalam Sharia Standard 2003-2004 membagi sukuk investasi (*investment sukuk*) menjadi beberapa macam:

a. Sertifikat pemilikan dalam aset yang disewakan

Adalah sertifikat dengan nilai yang sama, yang diterbitkan baik oleh pemilik dari aset yang disewakan atau aset nyata yang dijanjikan akan disewakan, atau oleh lembaga perantara keuangan yang bertindak atas nama pemilik dengan tujuan menjual aset itu dan memperoleh kembali nilainya melalui pembelian/pemilikan karena pemegang sertifikat menjadi pemilik aset tersebut.

b. Sertifikat pemilikan manfaat (*usufruct*). Sertifikat pemilikan manfaat ini juga dapat dibagi menjadi empat macam:

i. Sertifikat pemilikan manfaat dari aset yang tersedia

Sertifikat ini terdiri dari dua macam

- Sertifikat yang nilainya sama, yang diterbitkan oleh pemilik aset yang ada, baik oleh dirinya sendiri atau lembaga perantara, dengan tujuan menyewakan aset itu dan menerima pembayaran sewa dari pendapatan karena pemilikan sertifikat (*subscription*), karena manfaat aset itu berpindah kepada pemilikan dari pemegang sertifikat
- Sertifikat yang nilainya sama, yang diterbitkan oleh pemilik aset yang ada, baik oleh dirinya sendiri atau lembaga perantara, dengan tujuan menyewakan

kembali manfaat itu dan menerima sewa dari pendapatan yang disebabkan pemilikan sertifikat itu (*subscription*) karena pemegang sertifikat menjadi pemilik manfaat aset itu.

ii. Sertifikat pemilikan manfaat dari aset yang ditentukan dan akan dimiliki

Sertifikat yang sama nilai, diterbitkan dengan tujuan menyewakan aset nyata (*tangible*) di masa datang dan untuk memperoleh sewa dari pendapatan yang disebabkan pemilikan sertifikat (*subscription*), karena manfaat dari aset yang ditentukan di masa datang itu beralih menjadi pemilikan pemegang sertifikat.

iii. Sertifikat pemilikan jasa pihak tertentu

Sertifikat yang sama nilai, yang diterbitkan untuk tujuan penyediaan jasa melalui penyedia tertentu (seperti manfaat pendidikan pada suatu universitas) dan memperoleh pembayaran jasa (*service charge*) karena pemegang sertifikat menjadi pemilik dari jasa-jasa ini.

iv. Sertifikat pemilikan jasa yang ditentukan di masa depan

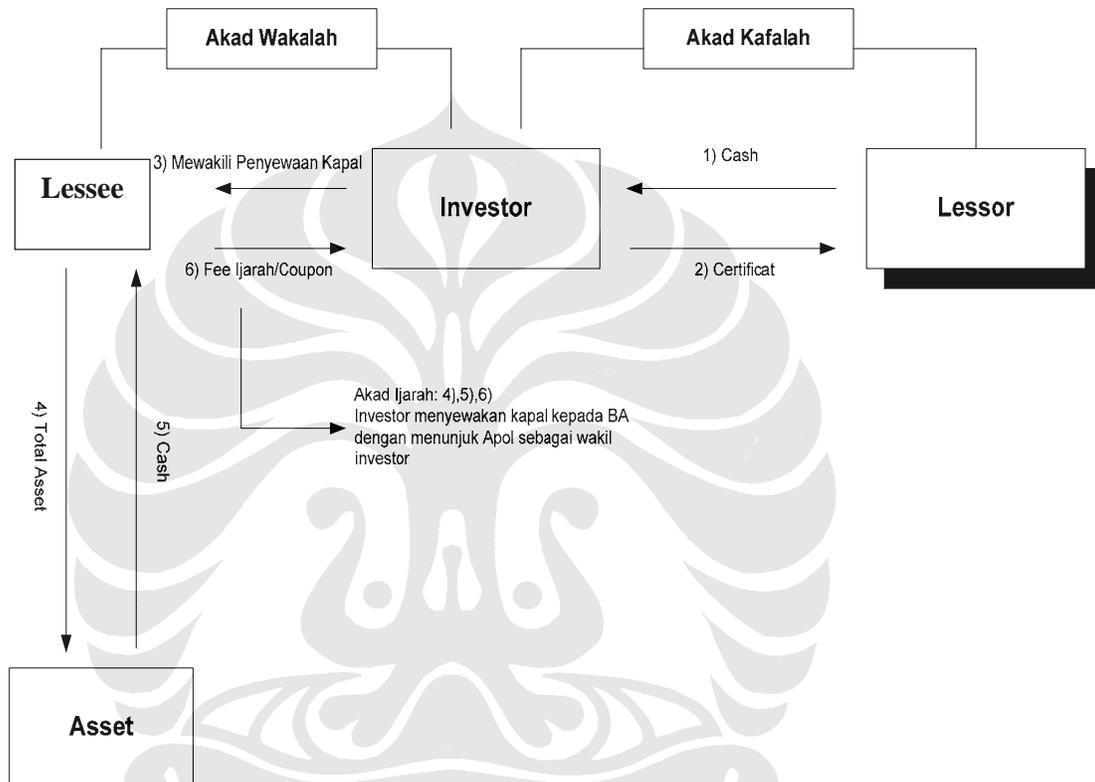
Adalah sertifikat yang sama nilai, yang diterbitkan untuk tujuan penyediaan jasa di masa depan melalui penyedia tertentu (seperti manfaat pendidikan pada suatu universitas, tanpa memberi nama dari lembaga pendidikan itu) dan memperoleh imbalan (*fee*) dalam bentuk pendapatan karena kepemilikan (*subscription*) karena pemegang sertifikat menjadi pemilik jasa.

Usmani (2006) mengatakan bahwa dua jenis sukuk yang dijelaskan di atas merupakan **Sukuk Ijarah** (yang dianalogikan dengan *leasing*) yang berarti adanya transfer kepemilikan manfaat dari aset atau properti tertentu sebagai perlindungan dari sewa secara periodik. Perjanjian ijarah memiliki potensi yang baik untuk

penerbitan sukuk melalui sekuritisasi aset yang disewakan, yang dapat membantu menciptakan pasar sekunder untuk para finansier.

Gambar 2-1

### Obligasi Syariah Ijarah



Sumber: *Mengenal Sukuk: Instrumen Investasi dan Pembiayaan Berbasis Syariah*. Jakarta: Depkeu

#### c. Sertifikat Salam

Adalah sertifikat yang sama nilai yang diterbitkan untuk tujuan memobilisasi modal salam sehingga barang-barang yang akan dikirim, berdasarkan transaksi Salam, akan menjadi milik dari pemegang sertifikat.

#### d. Sukuk (sertifikat) Istisna'

Adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad istishna dimana para pihak yang menyepakati jual beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek/barang.<sup>15</sup> Adapun harga, waktu penyerahan, dan spesifikasi barang/proyek ditentukan terlebih dahulu. Sertifikat ini memiliki nilai yang sama dan diterbitkan dengan tujuan memobilisasi dana yang akan digunakan untuk memproduksi barang-barang yang kemudian akan dimiliki oleh pemilik sertifikat.

e. Sertifikat Murabahah

Adalah sertifikat yang sama nilai yang diterbitkan untuk tujuan membiayai pembelian barang-barang melalui Murabahah sehingga pemegang sertifikat menjadi pemilik komoditas Murabahah.

f. Sertifikat Musyarakah

Adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad Musyarakah dimana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal dengan tujuan menggunakan dana yang dimobilisasi untuk melaksanakan sebuah proyek baru, mengembangkan proyek yang sedang berlangsung atau membiayai aktifitas bisnis berdasarkan sebuah akad kemitraan sehingga pemegang sertifikat menjadi pemilik proyek atau aset dari aktivitas itu sesuai dengan partisipasi mereka masing-masing, dengan sertifikat Musyarakah yang dikelola berdasarkan partisipasi atau Mudharabah, atau sebuah perwakilan investasi.

i. Sertifikat Partisipasi

Adalah sertifikat yang mewakili proyek atau aktifitas yang dikelola berdasarkan Musyarakah dengan menunjuk salah satu mitra atau pihak lain untuk mengelola operasinya.

---

<sup>15</sup>Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah, Dirjen Pengelolaan Utang. 2004. *Mengenal Sukuk: Instrumen Investasi dan Pembiayaan Berbasis Syariah*.

ii. Sukuk Mudarabah

Adalah sertifikat yang mewakili proyek atau aktifitas yang dikelola berdasarkan Mudharabah dengan menunjuk salah satu mitra atau pihak lain sebagai Mudharib untuk pengelolaan operasinya.

Achsien (2000) berpendapat bahwa sukuk Mudharaba sesungguhnya sama dengan *Muqarada bond* dan diajukan sebagai alternatif pengganti *interest-bearing bonds*. Instrumen keuangan ini sudah mendapatkan pengesahan dari IOC Academy. Muqarada bond dikeluarkan oleh perusahaan (sebagai mudarib) kepada investor (sebagai *rabb al mal*) dengan tujuan pendanaan proyek tertentu yang dijalankan perusahaan. Proyek ini sifatnya terpisah dengan aktivitas umum perusahaan. Keuntungannya didistribusikan secara periodik berdasarkan persentase tertentu yang telah disepakati.<sup>16</sup>

iii. Sertifikat Wakil Investasi (*Investment Agency*)

Adalah sertifikat yang mewakili proyek atau aktifitas yang dikelola berdasarkan perwakilan investasi (*investment agency*) dengan menunjuk wakil untuk mengelola operasinya atas nama pemegang sertifikat.

g. Sertifikat Muzaraah

Adalah sertifikat sama nilai yang diterbitkan dengan tujuan menggunakan dana yang dimobilisasi melalui pembelian (sertifikat) untuk pembiayaan sebuah proyek berdasarkan Muzaraah sehingga pemegang sertifikat berhak memiliki sebagian hasil pertanian menurut syarat dari perjanjian.

h. Sertifikat MUSAQAT

---

<sup>16</sup>Achsien, 2000 hal.68

Adalah sertifikat sama nilai yang diterbitkan dengan tujuan menggunakan dana yang dimobilisasi melalui pembelian (sertifikat) untuk pengairan (irigasi) pepohonan yang menghasilkan buah, membelanjakannya untuk keperluan tersebut dan pemeliharaannya berdasarkan akad Musaqat sehingga pemegang sertifikat berhak memiliki sebagian hasil perkebunan itu berdasarkan perjanjian

i. Sertifikat Mugharatsah

Adalah sertifikat yang sama nilai yang diterbitkan berdasarkan akad Mugharatsah untuk tujuan menggunakan dana itu dalam penanaman pohon dan melaksanakan kerja serta biaya yang diperlukan untuk penanaman tersebut sehingga pemegang sertifikatnya memiliki sebagian dalam tanah dan tumbuhannya.

### II.3.3 Karakteristik Sukuk Investasi<sup>17</sup>

Menurut Cecep (1999), ada lima ciri/karakteristik sukuk (obligasi syariah) sebagai alternatif investasi, yaitu :

- a) Sukuk investasi adalah sertifikat sama nilai (*equal value*) atas nama atau atas unjuk agar menciptakan klaim pemilik sertifikat atas hak finansial dan obligasi yang diwakili oleh sertifikat.
- b) Sukuk investasi mewakili sebuah bagian umum dalam pemilikan dari aset yang tersedia untuk investasi, baik aset non-moneter, manfaat, jasa ataupun campuran dari ketiganya ditambah dengan hak, hutang dan aset moneter. Sukuk-sukuk ini tidak mewakili sebuah hutang yang diserahkan kepada emiten oleh pemegang sertifikat.
- c) Sukuk investasi diterbitkan berdasarkan sebuah kontrak yang dirujuk Syariah sesuai dengan peraturan Syariah yang mengatur penerbitan dan perdagangannya.

---

<sup>17</sup>Cecep Maskanul Hakim, "Problem Pengembangan Produk dalam Perbankan Syariah," dalam *Jurnal Ekonomi dan Moneter*, Bank Indonesia, September 1999

- d) Perdagangan sukuk investasi tergantung kepada syarat-syarat yang mengatur perdagangan hak yang mewakilinya.
- e) Pemilik sertifikat-sertifikat ini berbagi keuntungan sebagaimana dinyatakan dalam prospektus pembelian, dan menanggung kerugian secara proporsional terhadap sertifikat yang dimiliki (dikuasai) oleh mereka.

Achsien (2003)<sup>18</sup> berpendapat bahwa tidak semua emiten dapat menerbitkan obligasi syariah. Untuk menerbitkan obligasi syariah, terdapat beberapa persyaratan yang harus dipenuhi, yaitu:

1) Aktivitas utama (*core business*) yang halal, tidak bertentangan dengan substansi Fatwa No: 20/DSN-MUI/IV/2001. Fatwa tersebut menjelaskan bahwa jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan syariah Islam antara lain:

- i. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang;
- ii. Usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional;
- iii. Usaha yang memproduksi, mendistribusi, serta memperdagangkan makanan dan minuman haram;
- iv. Usaha yang memproduksi, mendistribusi, dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.

2) Peringkat *Investment Grade*:

- i. Memiliki fundamental usaha yang kuat
- ii. Memiliki fundamental keuangan yang kuat
- iii. Memiliki citra yang baik bagi publik

---

<sup>18</sup>Dalam artikel *Mengenal Obligasi Syariah*. Kompas Cyber Media: Rabu, 04 Juni 2003

Peringkat *investment grade* ini ditentukan dalam Peraturan Bapepam.

3) Keuntungan tambahan jika termasuk dalam komponen Jakarta Islamic Index (JII)

Di Indonesia sendiri, obligasi syariah telah dua puluh kali diterbitkan hingga tahun 2007.

Obligasi syariah tersebut yaitu :

**Tabel 2-3**

**Penerbit Obligasi Syariah 2002-2007**

No	Nama Efek	Nama Penerbit Efek
1	OS Mudharabah Indosat Tahun 2002	PT Indosat Tbk.
2	OS I Subordinasi Bank Muamalat Tahun 2003	PT Bank Syariah Muamalat Indonesia Tbk.
3	OS Mudharabah Bank Bukopin Tahun 2003	PT Bank Bukopin Tbk.
4	OS Bank Syariah Mandiri Tahun 2003	PT Bank Syariah Mandiri Tbk.
5	OS Mudharabah Berlian Laju Tanker Tahun 2003	PT Berlian Laju Tanker Tbk.
6.	OS Mudharabah PTPN VII Tahun 2004	PT Perkebunan Nusantara VII (Persero)
7	OS Ijarah I Matahari Putra Prima Tahun 2004	PT Matahari Putra Prima Tbk.
8	OS Ijarah Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004	PT Sona Topas Tourism Insudtry Tbk.
9	OS Ijarah Citra Sari Makmur I Tahun 2004	PT Citra Sari Makmur Tbk.
10	OS Ijarah Indorent I Tahun 2004	PT Indorent
11	OS Ijarah Berlina I Tahun 2004	PT Berlina Tbk.
12	OS Ijarah I Humpuss Intermoda Transportasi Tahun 2004	PT Humpuss Intermoda Transportasi Tbk.

13	OS Ijarah Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005	PT Apexindo Pratama Duta
14	OS Ijarah Indosat Tahun 2005	PT Indosat Tbk.
15	OS Ijarah I Ricky Putra Globalindo Tahun 2005	PT Ricky Putra Globalindo Tbk.
16	OS Ijarah PLN I Tahun 2006	PT Perusahaan Listrik Negara (Persero)
17	Sukuk Ijarah Indosat Tahun 2007	PT Indosat Tbk.
18	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker Tahun 2007	PT Berlian Laju Tanker Tbk.
19	Sukuk Mudharabah I Adhi Tahun 2007	PT Adhi Karya (Persero) Tbk.
20	Sukuk Ijarah PLN II Tahun 2007	PT Perusahaan Listrik Negara (Persero)

Sumber : Daftar Efek Syariah Bapepam 30 Nopember 2007.

[www.bapepam.go.id](http://www.bapepam.go.id)

Dalam skripsi ini, penulis hanya membatasi analisis pada perusahaan yang telah menerbitkan obligasi syariah ijarah. Hal ini dikarenakan agar penulis dapat fokus pada pengukuran pengaruh obligasi syariah ijarah terhadap perusahaan penerbit, yang dianggap sebagai skim yang paling cocok untuk diterapkan di Indonesia.

#### **2.4 Perbandingan Obligasi Syariah (Sukuk) dan Obligasi Konvensional**

Dari penjelasan mengenai obligasi dan obligasi syariah sebelumnya, dapat dibuat perbandingan antara kedua instrumen pembiayaan tersebut. Secara sederhana, perbandingan tersebut dapat dilihat dalam tabel berikut.<sup>19</sup>

<sup>19</sup>Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah, Dirjen Pengelolaan Utang. 2004. *Mengenal Sukuk: Instrumen Investasi dan Pembiayaan Berbasis Syariah*.

**Tabel 2-4****Perbandingan Obligasi Syariah dan Obligasi Konvensional**

Deskripsi	Sukuk	Obligasi
Penerbit	Pemerintah, korporasi	Pemerintah, korporasi
Sifat Instrumen	Sertifikat kepemilikan/penyertaan atas suatu aset	Instrumen pengakuan utang
Penghasilan	Imbalan, bagi hasil, margin	Bunga kupon, capital gain
Jangka waktu	Pendek-menengah	Menengah-panjang
Underlying asset	Perlu	Tidak perlu
Price	Market price	Market price
Investor	Islami, konvensional	Konvensional
Penggunaan dana hasil penerbitan	Harus sesuai syariah	Bebas

Dengan substansi yang dimilikinya, obligasi syariah dapat menjadi suatu alternatif pembiayaan yang baik bagi perusahaan. Selain memperoleh dana yang diperlukan, perusahaan diharapkan dapat meningkatkan kinerja sebagai efek positif dari penerbitan obligasi syariah ini dan sebagai tanggung jawab terhadap investor.

**II.5 Kinerja Perusahaan dan Pengukurannya**

Dalam bisnis, kinerja biasa disebut dengan *performance*. Pada dasarnya kinerja merupakan hasil yang dicapai oleh perusahaan atas segala aktivitas yang telah dilakukan dalam memanfaatkan sumber-sumber daya yang dimilikinya.

Menurut Keputusan Menteri Keuangan RI No.740.KMK.00/1989 tanggal 28 Juni 1989, yang dimaksud dengan kinerja adalah prestasi yang dicapai oleh perusahaan dalam periode waktu tertentu, yang mencerminkan tingkat kesehatan perusahaan tersebut.

Kinerja keuangan menjadi salah satu fokus utama tiap perusahaan dalam menarik investor agar mau membeli sahamnya. Perusahaan yang sehat adalah perusahaan yang memiliki kinerja yang baik, yang menunjukkan bahwa perusahaan dapat memanfaatkan sumber daya yang ada untuk menghasilkan keuntungan semaksimal mungkin. Untuk mengetahui prestasi yang dapat dicapai perusahaan dapat dilakukan dengan menilai kinerja perusahaan dalam waktu tertentu.<sup>20</sup> Adapun pihak-pihak yang paling berkepentingan atas penilaian kinerja perusahaan tersebut adalah pemilik perusahaan dalam hal ini investor, para manajer, kreditor, pemerintah dan masyarakat.

Ada banyak cara untuk mengukur kinerja suatu perusahaan. Teknik analisis yang dapat digunakan untuk menilai kinerja keuangan perusahaan, antara lain :<sup>21</sup>

1. *Comparative Analysis*, yaitu dengan membandingkan laporan keuangan perusahaan yang berurutan dari satu periode ke periode berikutnya.
2. *Common Size Statement*, yaitu teknik analisis untuk mengetahui persentase investasi pada masing-masing aktiva terhadap total aktivasnya, juga untuk mengetahui struktur permodalannya dan komposisi pembiayaan yang terjadi dihubungkan dengan jumlah penjualannya.
3. *Ratio Analysis*, yaitu analisis untuk mengetahui hubungan dari pos-pos tertentu dalam neraca atau laporan laba rugi secara individual dan kombinasi antar laporan tersebut.
4. *Cash Flow Statement Analysis*, yaitu analisis untuk mengetahui sebab-sebab berubahnya jumlah uang kas atau untuk mengetahui sumber-sumber serta penggunaan uang kas selama periode tertentu.

---

<sup>20</sup>Wibowo (2007), hal.17

<sup>21</sup>John J. Wild et all, Analisis Laporan Keuangan, edisi 8, Penerjemah : Yanivi S. Bakhtiar dan S. Nurwahyu Harahap. Jakarta : Salemba Empat, 2005.

5. *Valuation (Penilaian)*, yaitu analisis yang mengacu pada estimasi nilai intrinsik sebuah perusahaan.

Banyak teknik yang digunakan dalam menganalisis data laporan keuangan untuk memberikan signifikansi yang dapat dibandingkan dari laporan keuangan yang disajikan. Namun tidak satupun teknik yang lebih baik dari yang lainnya. Tiap situasi yang dihadapi oleh analis investasi berbeda, dan jawaban yang diperlukan biasanya diperoleh hanya melalui pengujian tertutup dari *interrelationship* data-data yang diberikan.<sup>22</sup>

Salah satu alat pengukur yang cukup baik adalah dengan menggunakan rasio-rasio kinerja operasi (*operating performance*) (Jain dan Kini, 1994). Namun tidak semua rasio kinerja operasi dapat digunakan terkait dengan pengukuran pengaruh penerbitan obligasi syariah ijarah. Untuk mengukur pengaruh penerbitan obligasi syariah ijarah terhadap kinerja perusahaan, penulis menggunakan empat rasio sebagai variabel kinerja, yaitu *Current Ratio*, *Asset TurnOver*, *Return on Asset (ROA)*, dan *Debt to Total Asset Ratio*.

Pemilihan empat rasio ini didasarkan pada kuatnya hubungan antara rasio-rasio tersebut dengan penerbitan obligasi syariah ijarah, dimana dana yang diperoleh dari penerbitan akan digunakan untuk memperoleh atau membeli aset untuk operasi perusahaan dan menghasilkan pendapatan. Sehingga dapat disimpulkan rasio yang berhubungan erat dengan penerbitan obligasi syariah ijarah adalah rasio yang dihitung dari akun-akun aset dan hutang. Berikut penjelasan mengenai keempat rasio tersebut.

### **II.5.1 Rasio Likuiditas**

#### *Current Ratio*

Adalah perbandingan antara *current asset* dan *current liabilities*. Secara rumus, dapat ditulis :

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Asset}}{\text{Current Liabilities}}$$

<sup>22</sup>Kieso (2004),hal.1306

Rasio ini menunjukkan seberapa besar kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajiban dengan aset yang dimilikinya. Dalam penelitiannya, Meythi (2007) mengatakan, *current ratio* dapat menunjukkan tingkat keamanan kewajiban jangka pendek. Semakin besar nilai rasio ini, semakin baik kinerja perusahaan. Dana obligasi syariah di Indonesia sebagian besar digunakan untuk membiayai operasi perusahaan dengan membeli aset-aset yang diperlukan.

Oleh karena itu, variabel *current ratio* ini dipengaruhi oleh penerbitan obligasi syariah ijarah. Hipotesis yang dapat dimunculkan untuk rasio ini adalah dengan diterbitkannya obligasi syariah ijarah, nilai *current ratio* perusahaan menjadi semakin tinggi karena penambahan nilai *current asset* dan penurunan nilai *current liabilities*.

### **II.5.2 Rasio Aktivitas**

#### *Asset TurnOver*

Rasio ini dirumuskan sebagai :

$$\text{Asset TurnOver} = \frac{\text{Net Sales}}{\text{Average Total Asset}}$$

Total asset turnover merupakan rasio penjualan bersih terhadap total aset. Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan dana yang tertanam dalam keseluruhan aktiva berputar dalam suatu periode tertentu atau kemampuan modal yang diinvestasikan untuk menghasilkan revenue (Riyanto, 1998:334).

Penurunan penjualan dan peningkatan total aset akan mempengaruhi rasio ini. Perputaran total aset yang meningkat menunjukkan pemakaian aset yang efisien, sehingga dapat juga dikatakan bahwa semakin tinggi perputaran aktiva, semakin efisien penggunaan aktiva tersebut (Gitman, 2000).

Dana yang diperoleh dari obligasi syariah ijarah yang digunakan untuk membiayai sewa aset diharapkan dapat meningkatkan jumlah aset rata-rata yang pada akhirnya akan meningkatkan penjualan bersih perusahaan. Dari penjelasan tersebut dapat dibuat hipotesis bahwa dengan adanya dana dari obligasi syariah, nilai *asset turnover* akan semakin meningkat karena adanya peningkatan nilai aset rata-rata akibat efisiensi penggunaan aset.

### **II.5.3 Rasio Profitabilitas**

#### *Return on Asset (ROA)*

Return on Asset merupakan perbandingan antara pendapatan bersih dengan total aset rata-rata. Dalam Kieso (2001), ROA dapat dirumuskan dalam :

$$\text{ROA} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Asset}}$$

Rasio ini menggambarkan seberapa besar profitabilitas aset yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin besar nilai ROA-nya, maka perusahaan dapat memaksimalkan penggunaan aset yang dimilikinya.

Shapiro dan Balbier dalam Meythi (2005) mengatakan rasio aktivitas adalah rasio yang mengukur seberapa baik perusahaan menggunakan sumber daya produktifnya. Dari penelitian yang dilakukan Meythi (2005), didapatkan kesimpulan bahwa untuk semua rasio keuangan, yaitu Current Ratio, Quick Ratio, Debt Ratio, Equity to Total Asset, Equity to Total Liabilities, Equity to Fixed Asset, Profitability Margin, Return on Asset, Return on Equity, Inventory TurnOver, Fixed Asset TurnOver, dan Total Asset TurnOver menunjukkan bahwa ROA adalah yang paling baik dalam memprediksi pertumbuhan laba perusahaan manufaktur. Hal ini disebabkan pendapatan yang stabil dan pengelolaan aset secara efektif dan efisien akan mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk tumbuh.

Dana yang dihasilkan dari penerbitan obligasi syariah akan dimanfaatkan untuk operasi perusahaan. Pada obligasi syariah ijarah, telah jelas kegiatan yang akan dibiayai dengan dana tersebut. Dari pengetahuan tersebut penulis membuat suatu hipotesis bahwa dengan adanya obligasi syariah ijarah, perusahaan dapat meningkatkan profitabilitas dan efisiensi dari aset-aset yang dimiliki atau diperoleh dari dana obligasi syariah ijarah yang dapat dicerminkan dari peningkatan nilai ROA.

Rumus perhitungan ROA yang disebutkan di atas merupakan rumus yang tercantum di Kieso (2001). Namun pada penelitian ini, penulis tidak menggunakan *net income* sebagai faktor pembilang, melainkan *operating income*. Hal ini untuk menghindari bias yang terjadi apabila perusahaan memasukkan nilai keuntungan atau kerugian yang terjadi akibat hal-hal di luar operasi perusahaan dan tidak relevan dengan penerbitan obligasi syariah ijarah yang dihubungkan dengan kinerja. Misalnya keuntungan dari klaim asuransi, kenaikan atau penurunan kurs mata uang, dan lainnya.

#### **II.5.4 Coverage Ratio**

*Debt to Total Asset Ratio*

Dirumuskan:

$$\text{Debt to Total Asset Ratio} = \frac{\text{Debt}}{\text{Total Asset or Equities}}$$

Rasio ini menggambarkan sejauh mana jumlah aset atau modal yang dimiliki oleh perusahaan dapat digunakan untuk menutupi hutang.

Kieso (2004) memasukkan rasio ini sebagai rasio untuk mengukur kinerja perusahaan. Meythi (2005) juga menyebutkan semakin kecil nilai rasio ini, akan semakin baik bagi perusahaan karena perusahaan mampu membayar hutang dengan aset yang dimilikinya. Peningkatan aset dari dana obligasi syariah ijarah diperkirakan akan menurunkan nilai rasio ini.

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penilaian kinerja perusahaan dengan menggunakan analisis rasio antara lain :<sup>23</sup>

1. Kesulitan dalam memilih rasio yang tepat digunakan untuk kepentingan pemakainya.
2. Keterbatasan yang dimiliki akuntansi atau laporan keuangan juga menjadi keterbatasan teknik ini seperti :
  - a. Bahan perhitungan rasio atau laporan keuangan itu banyak mengandung taksiran dan *judgement* yang dapat dinilai biasa atau subjektif.
  - b. Nilai yang terkandung dalam laporan keuangan dan rasio adalah nilai perolehan (*cost*) bukan harga pasar.
  - c. Klasifikasi dalam laporan keuangan bisa berdampak pada angka rasio.
  - d. Metode pencatatan yang tergambar dalam standar akuntansi bisa diterapkan berbeda oleh perusahaan yang berbeda.
3. Jika data untuk menghitung rasio tidak tersedia, maka akan menimbulkan kesulitan menghitung rasio.
4. Sulit jika data yang tersedia tidak sinkron.

Jika dua perusahaan dibandingkan bisa saja teknik dan standar akuntansi yang dipakai tidak sama. Oleh karenanya jika dilakukan perbandingan bisa menimbulkan kesalahan.

---

<sup>23</sup> Harahap, Sofyan Syafri, *Analisa Kritis Atas Laporan Keuangan, Cetakan Ketiga*. PT Raja Grafindo Persada. Jakarta. 2001. hal 298