

## BAB II

### TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

#### 2.1 Telaah Pustaka

##### 2.1.1 Pengertian Obligasi

Obligasi adalah surat hutang (pada umumnya berjangka panjang) yang diterbitkan oleh suatu perusahaan atau pemerintah. Obligasi disebut surat berharga karena pemegang obligasi memiliki klaim terhadap pembayaran bunga dan pokok pinjaman yang telah ditetapkan. Obligasi merupakan alternative pendanaan melalui hutang yang menarik bagi perusahaan atau pemerintah karena pada umumnya obligasi memiliki jatuh tempo yang panjang dan relati murah karena merupakan proses hutang secara langsung kepada masyarakat (supplier modal). Meskipun demikian, obligasi (terutama yang memberikan bunga yang tetap ) memiliki risiko kerugian akibat fluktuasi suku Bunga dipasar.

##### 2.1.2 Pengertian Sukuk (Obligasi Syariah)

Istilah sukuk secara terminologi merupakan bentuk jamak dalam bahasa arab yang berasal dari kata “*sakk*” yang mempunyai arti sertifikat atau bukti kepemilikan. Arti sukuk menurut Sutedi (2008: 126) adalah obligasi yang ditawarkan dengan ketentuan yang mewajibkan emiten untuk membayar kepada pemegang obligasi syariah sejumlah pendapatan bagi hasil dan membayar kembali dana obligasi syariah pada tanggal pembayaran kembali dana obligasi syariah, sedangkan menurut Wahid (2010: 93) sukuk adalah suatu dokumen sah yang menjadi bukti penyertaan modal atau bukti utang terhadap pemilikan suatu harta yang boleh dipindahtangankan dan bersifat kekal atau jangka panjang.

Pengertian obligasi syariah menurut Dewan Syariah Nasional (DSN) Majelis Ulama Indonesia (MUI) dalam fatwa No. 32/DSN-MUI/IX/2002 adalah sebagai berikut:

“...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 membayarkan kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo”

Jadi, sukuk merupakan obligasi berdasarkan prinsip syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar sejumlah pendapatan bagi hasil dan membayar kembali dana obligasi tersebut pada saat jatuh tempo.

Pendapatan bagi hasil sukuk dibayarkan setiap periode tertentu misalnya 3 bulan, 6 bulan atau setiap satu tahun. Besarnya pendapatan bagi hasil dihitung berdasarkan perkalian antara *nisbah* pemegang sukuk dengan pendapatan yang dibagi hasilkan, yang besarnya tercantum dalam laporan keuangan konsolidasi emiten triwulan yang terakhir diterbitkan sebelum tanggal pembayaran pendapatan bagi hasil yang bersangkutan. Pembayaran pendapatan bagi hasil kepada masing-masing pemegang sukuk akan dilakukan secara proporsional sesuai dengan porsi kepemilikan sukuk yang dibandingkan dengan jumlah dana sukuk yang belum dibayar kembali (Sutedi, 2008: 126).

### 2.1.3 Dasar Hukum Sukuk

Fatwa tentang obligasi syariah dituangkan dalam Surat Keputusan DSN MUI Nomor: 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah. Landasan hukum obligasi syariah adalah sebagai berikut.

1. Al-Quran Surah Al-Ma'idah (5): 1

*“Hai orang-orang yang beriman, penuhilah aqad-aqad itu. Hewan ternak dihalalkan bagimu, kecuali yang akan disebutkan kepadamu, dengan tidak menghalalkan berburu ketika kamu sedang berihram (haji atau umrah). Sesungguhnya Allah menetapkan hukum sesuai dengan yang Dia kehendaki.”*  
(QS. Al-Ma'idah (5): 1)

2. Al-Quran Surat Al-Isra'(17): 34

*“Dan janganlah kamu mendekati harta anak yatim, kecuali dengan cara yang lebih baik (bermanfaat) sampai dia dewasa, dan penuhilah janji; Sesungguhnya janji itu pasti diminta pertanggung jawaban.”* (QS. Al-Isra'(17): 34)

3. Al-Quran Surat Al-Baqarah (2): 275

*“Orang-orang yang makan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. keadaan mereka yang demikian itu, adalah disebabkan mereka Berkata (berpendapat), Sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba, padahal Allah Telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. orang-orang yang Telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), Maka baginya apa yang Telah diambilnya dahulu (sebelum datang larangan), dan urusannya (terserah) kepada Allah. Orang yang kembali*

*(mengambil riba), Maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka, mereka kekal di dalamnya.” (QS. Al-Baqarah (2): 275)*

#### **2.1.4 Karakteristik Sukuk**

Menurut Sutedi (2008) sukuk memiliki beberapa karakteristik, yaitu:

- a. Sukuk menekankan pendapatan investasi bukan berdasarkan kepada tingkat bunga (kupon) yang telah ditentukan sebelumnya, sedangkan tingkat pendapatan sukuk berdasarkan tingkat rasio bagi hasil (*nisbah*) yang besarnya telah disepakati oleh pihak emiten dan investor.
- b. Sistem pengawasan sukuk dilakukan oleh pihak Wali Amanat dan Dewan Pengawas Syariah (di bawah Majelis Ulama Indonesia) sejak dari awal sampai akhir masa penerbitan sukuk. Adanya sistem ini maka prinsip kehati-hatian dan perlindungan kepada investor obligasi syariah diharapkan bisa lebih terjamin.
- c. Jenis industri yang dikelola oleh emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit sukuk harus terhindar dari unsur nonhalal. Lembaga Profesi Pasar Modal terkait dengan penerbitan sukuk masih sama seperti obligasi biasa yaitu emiten, penjamin emisi, wali amanat, penanggung, lembaga kliring, akuntan publik, dan konsultan hukum.

#### **2.1.5 Ketentuan Sukuk**

Ketentuan mekanisme mengenai sukuk sebagai berikut (Sutedi, 2008: 128):

- a. Sukuk harus berdasarkan konsep syariah yang hanya memberikan pendapatan kepada pemegang sukuk dalam bentuk bagi hasil



atau *revenue sharing* serta pembayaran utang pokok pada saat jatuh tempo.

- b. Sukuk *mudharabah* yang diterbitkan harus berdasarkan pada bentuk pembagian hasil keuntungan yang telah disepakati sebelumnya serta pendapatan yang diterima harus bersih dari unsur nonhalal.
- c. *Nisbah* (rasio bagi hasil) harus ditentukan sesuai dengan kesepakatan sebelumnya penerbitan obligasi tersebut.
- d. Pembagian pendapatan dapat dilakukan secara periodik atau sesuai dengan ketentuan bersama, dan pada saat jatuh tempo, hal itu diperhitungkan secara keseluruhan.
- e. Sistem pengawasan aspek syariah dilakukan oleh Dewan Pengawas Syariah atau oleh Tim Ahli Syariah yang ditunjuk oleh Dewan Syariah Nasional MUI.
- f. Apabila perusahaan penerbit sukuk melakukan kelalaian atau melanggar syarat perjanjian, wajib dilakukan pengembalian dana investor dan harus dibuat surat pengakuan utang.
- g. Apabila emiten berbuat kelalaian atau cidera janji maka pihak investor dapat menarik dananya.
- h. Hak kepemilikan sukuk *mudharabah* dapat dipindahtangankan kepada pihak lain sesuai kesepakatan akad perjanjian.

#### 2.1.6 Jenis Sukuk

Melalui Fatwa No. 32/DSN-MUI/IX/2002, Dewan Syariah Nasional (DSN) sebenarnya mengkategorikan tiga jenis pemberian keuntungan kepada investor

pemegang Obligasi Syariah. Pertama, adalah berupa bagi hasil kepada pemegang Obligasi Mudharabah atau Musyarakah. Kedua, keuntungan berupa margin bagi pemegang Obligasi Murabahah, Salam, atau Istisna'. Ketiga, berupa *fee* (sewa) dari aset yang disewakan untuk pemegang obligasi dengan akad ijarah.

Obligasi syariah dapat diterbitkan dengan menggunakan prinsip mudharabah, musyarakah, ijarah, istisna', salam dan murabahah. Tetapi diantara prinsip-prinsip instrumen obligasi ini yang paling banyak dipergunakan adalah obligasi dengan instrumen prinsip mudharabah dan ijarah.

#### 1. Obligasi Mudharabah

Obligasi syariah mudharabah adalah obligasi syariah yang menggunakan akad mudharabah. Akad mudharabah adalah akad kerjasama antara pemilik modal (shahibul maal/investor) dengan pengelola (mudharib/emiten). Ikatan atau akad mudharabah pada hakikatnya adalah ikatan penggabungan atau percampuran berupa hubungan kerjasama antara pemilik usaha dengan pemilik harta, dimana pemilik harta (shahibul maal) hanya menyediakan dana secara penuh (100%) dalam suatu kegiatan usaha dan tidak boleh secara aktif dalam pengelolaan usaha. Sedangkan pemilik usaha (mudharib/emiten) memberikan jasa, yaitu mengelola harta secara penuh dan mandiri.

Dalam Fatwa No. 33/DSN-MUI/X/2002 tentang obligasi syariah mudharabah, dinyatakan antara lain bahwa:

- a. 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 atau *fee* serta membayar dana obligasi pada saat obligasi jatuh tempo.

- b. Obligasi syariah mudharabah adalah obligasi syariah yang berdasarkan akad mudharabah dengan memperhatikan substansi fatwa DSN-MUI No. 7 /DSN-MUI/ IV/ 2000 tentang Pembiayaan Mudharabah.
- c. Obligasi mudharabah emiten bertindak sebagai mudharib (pengelola modal), sedangkan pemegang obligasi mudharabah bertindak sebagai shahibul maal (pemodal).
- d. Jenis usaha emiten tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah.
- e. Nisbah keuntungan dinyatakan dalam akad.
- f. Apabila emiten lalai atau melanggar perjanjian, emiten wajib menjamin pengambilan dana dan pemodal dapat meminta emiten membuat surat pengakuan utang.
- g. Kepemilikan obligasi syariah dapat dipindahtangankan selama disepakati dalam akad.

Ada beberapa alasan yang mendasari pemilihan struktur obligasi syariah mudharabah, di antaranya sebagai berikut.

- a. Obligasi syariah mudharabah merupakan bentuk pendanaan yang paling sesuai untuk investasi dalam jumlah besar dan jangka waktu yang relatif panjang.
- b. Obligasi syariah mudharabah dapat digunakan untuk pendanaan umum (general financing), seperti pendanaan modal kerja ataupun *capital expenditure*.

c. Mudharabah merupakan percampuran kerjasama antara modal dan jasa (kegiatan usaha), sehingga membuat strukturnya memungkinkan untuk tidak memerlukan jaminan (collateral) atas aset yang spesifik. Hal ini berbeda dengan struktur yang menggunakan dasar akad jual beli yang mensyaratkan jaminan atas aset yang didanai.

## 2. Obligasi Ijarah

Obligasi Ijarah adalah obligasi syariah berdasarkan akad ijarah. Akad ijarah adalah suatu jenis akad untuk mengambil manfaat dengan jalan penggantian. Artinya, pemilik harta memberikan hak untuk memanfaatkan objek yang ditransaksikan melalui penguasaan sementara atau peminjaman objek dengan manfaat tertentu dengan membayar imbalan kepada pemilik objek. Ijarah mirip dengan leasing, tetapi tidak sepenuhnya sama. Dalam akad ijarah disertai dengan adanya perpindahan manfaat tetapi tidak terjadi perpindahan kepemilikan.

Berdasarkan Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia Nomor 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah, telah ditegaskan beberapa hal mengenai obligasi syariah ijarah, sebagai berikut.

- a. Obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dan obligasi pada saat jatuh tempo.
- b. Obligasi syariah ijarah adalah obligasi syariah berdasarkan akad ijarah dengan memperhatikan substansi Fatwa DSN-MUI No. 09/DSN-MUI/IV/2009 tentang pembiayaan ijarah.



- c. Pemegang obligasi syariah ijarah (OSI) dapat bertindak sebagai musta'jir (penyewa) dan dapat pula bertindak sebagai mu'jir (pemberi sewa).
- d. Emiten dalam kedudukannya sebagai wakil Pemegang OSI dapat menyewa ataupun menyewakan kepada pihak lain dan dapat pula bertindak sebagai penyewa.

Secara teknis, obligasi ijarah dapat dilakukan dengan dua cara, yaitu:

- a. Investor dapat bertindak sebagai penyewa (musta'jir) sedangkan emiten dapat bertindak sebagai wakil investor dan propertyowner, dapat bertindak sebagai orang yang menyewakan (mu'jir). Dengan demikian, ada dua kali transaksi dalam hal ini; transaksi pertama terjadi antara investor dengan emiten, dimana investor mewakilkan dirinya kepada emiten dengan akad wakalah, untuk melakukan transaksi sewa menyewa dengan propertyowner dengan akad ijarah. Selanjutnya, transaksi terjadi antara emiten (sebagai wakil investor) dengan propertyowner (sebagai orang yang menyewakan) untuk melakukan transaksi sewa menyewa (ijarah).
- b. Setelah investor memperoleh hak sewa, maka investor menyewakan kembali objek sewa tersebut kepada emiten. Atas dasar transaksi sewa menyewa tersebut, maka diterbitkanlah surat berharga jangka panjang (obligasi syariah ijarah), dimana atas penerbitan obligasi tersebut, emiten wajib membayar pendapatan kepada investor berupa fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

### 3. Obligasi Syariah Istishna'

Obligasi syariah istisnha' adalah obligasi yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad istishna' di mana para pihak menyepakati jual beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek/barang.

### 2.1.7 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.

**Tabel 5**

#### **Perbandingan obligasi syariah dengan obligasi konvensional**

<b>Deskripsi</b>	<b>Sukuk</b>	<b>Obligasi</b>
Penerbit	Pemerintah, korporasi	Pemerintah, korporasi
Sifat Instrumen	Sertifikat kepemilikan/penyertaan atas suatu asset	Instrumen pengakuan utang
Penghasilan	Imbalan, bagi hasil, margin	Bunga kupon, capital gain
Jangka Waktu	Pendek-menengah	Menengah-panjang
Underlying asset	Perlu	Tidak perlu

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 penerbit obligasi syariah ini dan sebagai tanggung jawab terhadap investor.

### **2.1.8 Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Harga Sukuk**

Faktor-faktor yang mempengaruhi harga obligasi adalah sebagai berikut:

1. Jangka waktu jatuh tempo
2. Risiko tidak terima bunga dan pokok pinjaman
3. Status pajak dari pembeli
4. Adanya provosi yang memungkinkan penerbit obligasi melunasi obligasi tersebut sebelum jatuh tempo

### **2.1.9 Reaksi Pasar Terhadap Penerbitan Sukuk**

Crabb (2003) dalam penelitian yang dilakukan Susilowati (2011) menyatakan : *“Fundamental analysis is an examination of corporate accounting reports to assess the value of company, that investor can use to analyze a company’s stock prices”*. Pernyataan ini menggambarkan bahwa informasi akuntansi atau laporan keuangan perusahaan dapat digunakan oleh investor sebagai faktor fundamental untuk menilai harga saham perusahaan. Laporan keuangan yang berisi data aktivitas perusahaan juga memuat informasi terkait sumber pendanaan perusahaan, begitu pula ketika perusahaan menerbitkan obligasi. Secara tidak langsung penerbitan obligasi syariah memiliki kandungan informasi yang memengaruhi perilaku pasar dan harga sekuritas.

Penerbitan obligasi syariah akan berdampak pada semakin tersedianya jumlah dana yang dapat digunakan perusahaan untuk menjalankan kegiatan investasi dan operasionalnya. Meningkatnya aktivitas investasi dan operasi perusahaan akan menciptakan produksi dan distribusi barang dan jasa akan meningkat pula. Tingginya produktivitas dan distribusi barang dan jasa akan meningkatkan roda ekonomi.

Tercukupinya *supply* barang dan jasa dari aktivitas operasional akan mendorong pergerakan *demand* dari konsumen. Keseimbangan harga yang tercapai dari aktivitas ekonomi ini akan turut menciptakan tingkat keuntungan yang optimal, sehingga *net income* perusahaan akan semakin meningkat. Semakin besar *net income* menunjukkan semakin efektif perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasionalnya, sehingga kinerja keuangan perusahaan pun semakin meningkat. Dengan meningkatnya kinerja keuangan perusahaan maka hal ini berdampak positif terhadap *cumulative abnormal return* saham.

#### **2.1.10 Alasan Perusahaan Menerbitkan Sukuk**

Alasan perusahaan untuk menerbitkan sukuk adalah sebagai berikut :

1. Sesuai dengan prinsip syariah
2. Adanya fasilitas perpajakan
3. Fleksibilitas dalam pengembangan produk
4. Potensi investor lebih luas
5. Aman
6. Potensi dana keuangan syariah



## 7. Keterkaitan dengan asset riil

Sukuk telah diakui sebagai instrument yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Bagi penerbit yang melaksanakan kegiatan operasionalnya berdasarkan prinsip syariah, sukuk menjadi pilihan yang menarik sebagai sumber pembiayaan berbasis syariah. Tidak hanya bagi penerbit, investor syariah juga membutuhkan sukuk sebagai instrument investasi karena mereka tidak dapat berinvestasi di instrument konvensional.

### 2.1.11 Analisis Kinerja Keuangan

#### 1. Pengertian Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan perusahaan menggambarkan kondisi perusahaan saat ini dan tantangan yang dihadapi dimasa depan. Pengukuran kinerja keuangan memiliki beberapa tujuan (Munawir, 2002; Orniati,2009). Tujuan pertama untuk mengetahui tingkat likuiditas, yaitu kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan pada saat ditagih. Tujuan kedua untuk mengetahui tingkat solvabilitas, yaitu menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya apabila perusahaan tersebut dilikuidasi yang mencakup baik kewajiban jangka pendek maupun kewajiban jangka panjang. Tujuan ketiga untuk mengetahui tingkat profitabilitas, yaitu menunjukkan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba selama periode tertentu. Tujuan keempat untuk mengetahui stabilitas, yaitu kemampuan perusahaan untuk melakukan usahanya dengan stabil, yang diukur dengan mempertimbangkan kemampuan

perusahaan untuk membayar cicilan secara teratur kepada pemegang saham tanpa mengalami hambatan.

Dengan tujuan tersebut, penilaian kinerja keuangan mempunyai beberapa peranan bagi perusahaan. Penilaian kinerja keuangan dapat mengukur tingkat biaya dari berbagai kegiatan yang telah dilakukan oleh perusahaan, untuk menentukan atau mengukur efisiensi setiap bagian, proses atau produksi serta untuk menentukan derajat keuntungan yang dapat dicapai oleh perusahaan yang bersangkutan, untuk menilai dan mengukur hasil kerja pada tiap-tiap bagian individu yang telah diberikan wewenang dan tanggung jawab, serta untuk menentukan perlu tidaknya digunakan kebijaksanaan atau prosedur yang baru untuk mencapai hasil yang lebih baik (Munawir, 2002; Orniati, 2009).

## 2. Analisis Kinerja Keuangan dengan Rasio Keuangan

Metode analisis rasio keuangan adalah metode yang menggunakan informasi yang ada pada laporan keuangan untuk menganalisis kinerja perusahaan. Rasio keuangan merupakan analisis atas prestasi keuangan pihak manajemen masa lalu dan prospeknya di masa yang akan datang (Barlian, 2003; Orniati, 2009). Rasio keuangan didisain untuk memperhatikan hubungan antara item-item pada laporan keuangan (neraca, laporan laba/rugi, laporan arus kas). Atmaja dalam bukunya Teori dan Praktek Manajemen Keuangan (2008:415) menjelaskan terdapat lima jenis rasio keuangan yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan, yaitu sebagai berikut.

### a. *Financial Leverage ratios*/ Rasio Solvabilitas.

Rasio ini memperlihatkan tingkat jumlah hutang terhadap seluruh kekayaan perusahaan. Rasio ini menunjukkan hubungan antaralaba dan

beban bunga tetap. Jika leverage tinggi maka perubahan kecil dalam laba operasional akan sangat mempengaruhi pengembalian kepada pemegang saham (Walsh,2012:45). Rasio-rasio solvabilitas yang digunakan dalam penelitian ini meliputi: *Debt to Equity Ratio* dan *Debt Ratio*.

b. *Liquidity ratios*/ rasio likuiditas

Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban-kewajiban jangka pendek yang segera jatuh tempo. Rasio yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Current Ratio* (CR).

c. *Asset Management ratios*/ rasio aktivitas

Rasio aktivitas mengukur keefektifan manajemen perusahaan mengelola aktivitasnya. Dengan kata lain rasio ini mengukur seberapa besara kecepatan asset-aset perusahaan dikelola dalam rangka menjalankan bisnisnya. Rasio aktivitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Total Assets Turn Over* (TATO).

d. *Profitability ratios*

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Rasio rasio profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Net Profit Margin*, *Return on Asset* (ROA). Besarnya nilai ROE akan menjadi penggerak nilai perusahaan, dan penggerak utama nilai ROE adalah ROI yang yang nilainya ditunjukkan oleh rasio *Net Profit Margin* (Walsh,2012:70).

e. *Market-value ratios*/ rasio pasar.

Rasio pasar mengukur seberapa besar nilai pasar saham perusahaan dibanding dengan nilai buku. Lebih dari itu rasio ini laba dan beban bunga tetap. Jika leverage tinggi maka perubahan kecil dalam laba operasional akan sangat mempengaruhi pengembalian kepada pemegang saham (Walsh, 2012:45). Rasio-rasio solvabilitas yang digunakan dalam penelitian ini meliputi: *Debt to Equity Ratio* dan *Debt Ratio*.

### **2.1.12 Kinerja Perusahaan dan Pengukurannya**

Dalam bisnis, kinerja 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.001/1989 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. 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 :

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 aktiva, 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.
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 analisis investasi berbeda, dan jawaban yang diperlukan biasanya diperoleh hanya melalui pengujian tertutup dari interrelationship data-data yang diberikan.

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 dan mudharabah.

Untuk mengukur pengaruh penerbitan obligasi yariah ijarah dan mudharabah terhadap kinerja perusahaan, penulis menggunakan tiga rasio sebagai variabel kinerja, yaitu *Current Ratio*, *Asset Turn Over*, dan *Return on Asset (ROA)*. Pemilihan tiga 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.

### 1. Rasio Likuiditas

*Current Ratio* adalah perbandingan antara *current asset* dan *current liabilities*. Secara rumus, dapat ditulis :

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

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

## 2. Rasio Aktivitas

*Total Asset Turn Over* 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)

Rasio ini dirumuskan sebagai :

$$\text{Total Asset Turn Over} = \frac{\text{Net Sale}}{\text{Total Asset}}$$

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 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.

## 3. Rasio Profitabilitas

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

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

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 Mythi (2005) mengatakan rasio aktivitas adalah rasio yang mengukur seberapa baik perusahaan menggunakan sumber daya produktifnya. Dari penelitian yang dilakukan Mythi (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*, *Profit ability 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, perusahaan dapat meningkatkan profitabilitas dan efisiensi dari aset-aset yang dimiliki atau diperoleh dari dana obligasi syariah 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.

#### 4. Rasio Solvabilitas

Rasio solvabilitas adalah rasio yang menunjukkan besarnya aktiva sebuah perusahaan yang didanai dengan utang. Artinya, seberapa besar beban utang yang ditanggung oleh perusahaan dibandingkan dengan aktivanya. Rasio ini merupakan ukuran yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya.

$$\text{Total Debt to Asset Ratio} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$$

Rasio ini menggambarkan seberapa jauh hutang dapat ditutupi oleh aktiva. Semakin rendah debt ratio maka tingkat keamanan dananya menjadi semakin baik. Porsi hutang terhadap aktiva harus lebih kecil.

## 2.2 Penelitian Terdahulu

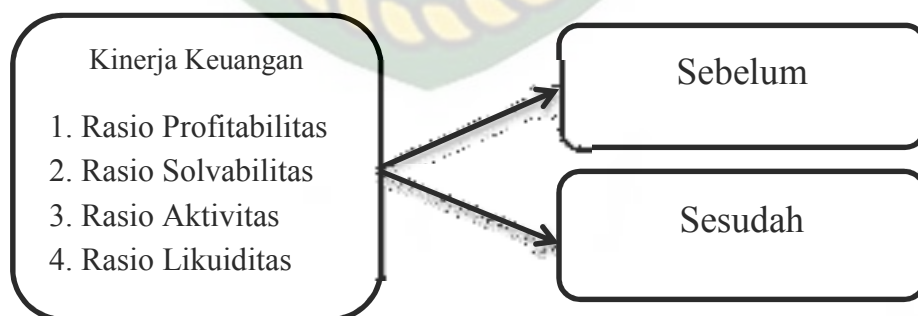
### Penelitian Terdahulu

No.	Nama Penelitian	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
1.	Widya Puspa Rini (2011).	Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum Dan Sesudah Penerbitan Obligasi Mudharabah Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia	<i>return on equity, debt ratio, long term debt to rasio, total asset turn over.</i>	Hasil analisis secara umum hipotesis yang diajukan oleh peneliti terbukti adanya perbedaan sebelum dan sesudah menerbitkan obligasi syariah mudharabah. Perbedaan tersebut tercermin dari kenaikan nilai pada <i>return on equity, debt ratio, long term debt to rasio</i> dan penurunan nilai pada <i>total asset turn over</i> .
2.	Yuyun Nurqalam Ismail (2016)	Analisis perbandingan kinerja keuangan perusahaan setelah menerbitkan obligasi syariah (studi empiris perusahaan yang terdaftar di bursa efek indonesia)	NPM, ROA, ROE, TATO, DER, DR, CR, EPS.	<p>1. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada rasio profitabilitas perusahaan baik satu tahun setelah menerbitkan obligasi syariah hingga lima tahun setelah menerbitkan obligasi syariah.</p> <p>2. Terdapat perbedaan pada variabel rasio aktivitas perusahaan satu tahun setelah menerbitkan obligasi syariah, namun untuk dua tahun hingga lima tahun setelah penerbitan menunjukkan hasil yang berbeda.</p> <p>3. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada rasio <i>leverage</i> perusahaan baik satu tahun setelah menerbitkan obligasi syariah hingga lima tahun setelah menerbitkan obligasi syariah.</p>

				<p>4. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada rasio likuiditas perusahaan baik satu tahun setelah menerbitkan obligasi syariah hingga lima tahun setelah menerbitkan obligasi syariah.</p> <p>5. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada rasio pasar perusahaan setelah menerbitkan obligasi syariah</p>
3.	Devi Prasetya (2008).	Analisis perbedaan kinerja perusahaan sebelum dan setelah penerbitan obligasi syariah ijarah di Indonesia : Periode penelitian 2003 - 2007.	<i>Current Ratio, Total Asset Turnover, Return on Asset, dan Debt to Total Asset Ratio.</i>	Hasilnya, tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada <i>current ratio, return on asset, dan debt to total asset ratio</i> . Sedangkan pada <i>rasio total asset turnover</i> terdapat perbedaan kinerja yang signifikan antara sebelum dan setelah penerbitan obligasi syariah ijarah selama periode 2003-2007.

### 2.3 Kerangka Pemikiran

Dapat disimpulkan, kerangka pemikiran dalam penelitian ini adalah:



### 2.4 Hipotesis

Berdasarkan rumusan masalah dan uraian kerangka konseptual, maka hipotesis yang penulis kemukakan adalah sebagai berikut :

1. Ada beda signifikan antara sebelum dan setelah penerbitan sukuk terhadap *Current Ratio (CR)*.
2. Ada beda signifikan antara sebelum dan setelah penerbitan sukuk terhadap *Total Asset Turnover (TATO)*
3. Ada beda signifikan antara sebelum dan setelah penerbitan sukuk terhadap *Return On Asset (ROA)*.
4. Ada beda signifikan antara sebelum dan setelah penerbitan sukuk terhadap *Total Debt To Asset Ratio (TDAR)*

