BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai *yield* obligasi telah dilakukan oleh banyak peneliti. Berdasarkan hal tersebut, maka penelitian ini merujuk dari beberapa penelitian terdahulu. Berikut ini merupakan kesimpulan dari beberapa penelitian terdahulu.

1. Ni Wayan Linda Nalurita Sari dan Nyoman Abundanti (2015)

Ni Wayan Linda Nalurita Sari dan Nyoman Abundanti meneliti mengenai variabel-variabel yang mempengaruhi *yield* obligasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui signifikansi pengaruh inflasi, tingkat suku bunga, umur obligasi, peringkat obligasi, pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas terhadap *yield* obligasi korporasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini dilakukan pada seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013. Hasil penelitian ini menunjukkan inflasi dan peringkat obligasi berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield* obligasi sedangkan tingkat suku bunga, dan umur obligasi berpengaruh positif signfikan terhadap *yield* obligasi, serta untuk variabel pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *yield* obligasi.

Persamaan : Metode pengambilan sampel, yaitu menggunakan metode *purposive sampling*. Selain itu, teknik yang digunakan dalam penelitian yang akan dilakukan,

yaitu teknik analisis regresi linear berganda dan variabel independen inflasi untuk variabel dependen *yield* obligasi.

Perbedaan : Metode pengumpulan data yang digunakan adalah *non* partisipan, dan periode pada pengambilan sampel.

2. Oky Oktavian, Haryetti, dan Sjahruddin (2015)

Oky Oktavian, Haryetti, dan Sjahruddin meneliti mengenai pengaruh tingkat inflasi, *debt to equity ratio,* likuiditas obligasi dan *rating* obligasi terhadap *yield* obligasi korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indinesia Tahun 2009-2012. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh tingkat inflasi, *debt to equity ratio,* likuiditas obligasi dan *rating* terhadap *yield* obligasi korporasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa peringkat obligasi berpengaruh terhadap *yield* obligasi, sedangkan tingkat inflasi, *debt to equity ratio*, dan likuiditas tidak berpengaruh pada *yield* obligasi.

Persamaan : Metode pengambilan sampel, yaitu menggunakan metode *purposive sampling*, teknik yang digunakan yaitu teknik analisis regresi linear berganda dan variabel independen tingkat inflasi, *debt to equity ratio,* dan untuk variabel dependen *yield* obligasi.

Perbedaan : Periode pada pengambilan sampel pada penelitian saat ini 2009-2015, serta terdapat pada variabel independen yaitu likuiditas obligasi dan *rating* obligasi.

3. Arum Melati (2013)

Arum Melati meneliti mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat sewa sukuk *ijarah*. Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh produk domestik bruto, ukuran perusahaan, jatuh tempo obigasi, dan *debt to equity*

ratio terhadap tingkat sewa sukuk *ijarah*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa produk domestik bruto dan ukuran perusahaan terbukti pengaruh negatif terhadap tingkat sewa sukuk *ijarah*, sedangkan jatuh tempo obligasi dan *debt to equity ratio* tidak berpengaruh terhadap tingkat sewa sukuk *ijarah*.

Persamaan : Metode pengambilan sampel, yaitu menggunakan metode *purposive sampling*, teknik yang digunakan yaitu teknik analisis regresi linear berganda dan variabel independen ukuran perusahan, jatuh tempo obligasi, dan untuk variabel dependen *yield* obligasi.

Perbedaan : Periode pada pengambilan sampel pada penelitian saat ini 2009-2015, serta terdapat pada variabel independen yaitu produk domestik bruto.

4. Isnaini Desnitasari (2013)

Isnaini Desnitasari meneliti mengenai pengaruh tingkat suku bunga, peringkat obligasi, ukuran perusahaan, dan *debt to equity ratio* terhadap *yield to maturity* obligasi korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2010-2012. Tujuan penelitian untuk mengetahui pengaruh tingkat suku bunga, peringkat obligasi, ukuran perusahaan dan *debt to equity ratio* terhadap *yield to maturity* obligasi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tingkat suku bunga dan peringkat obligasi berpengaruh dan signifikan terhadap *yield to maturity*, sedangkan ukuran perusahaan dan *debt to equity ratio* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *yield to maturity*.

Persamaan : Teknik yang digunakan dalam penelitian yang akan dilakukan, yaitu teknik analisis regresi linear berganda dan variabel independen inflasi untuk

variabel dependen *yield* obligasi serta metode pengambilan sampel, yaitu menggunakan metode *purposive sampling*.

Perbedaan : Periode pada pengambilan sampel pada penelitian saat ini 2009-2015, serta terdapat pada variabel independen yaitu tingkat suku bunga dan peringkat obligasi.

5. Nanik Indarsih (2013)

Nanik Indarsih meneliti mengenai pengaruh tingkat suku bunga SBI, *rating*, likuiditas, dan maturitas terhadap *yield to maturity* obligasi. Tujuan penelitian ini untuk menganalisis pengaruh suku bunga SBI, peringkat, likuiditas, dan jatuh tempo obligasi pada *yield* obligasi korporasi. *Yield* obligasi diukur dengan menggunakan *yield to maturity*, sampel yang digunakan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2010. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa suku bunga SBI dan maturitas memiliki pengaruh positif terhadap *yield to maturity* sedangkan peringkat obligasi dan likuiditas tidak berpengaruh terhadap *yield to maturity*.

Persamaan : Metode pengambilan sampel, yaitu menggunakan metode *purposive sampling*, teknik yang digunakan yaitu teknik analisis regresi linear berganda dan variabel independen maturitas dan untuk variabel dependen *yield* obligasi.
Perbedaan : Periode pada pengambilan sampel pada penelitian saat ini 2009-2015, serta terdapat pada variabel independen yaitu tingkat suku bunga SBI, *rating*, likuiditas.

6. Riska Ayu Hapsari (2013)

Riska Ayu Hapsari meneliti mengenai kajian *yield to maturity* obligasi pada perusahaan korporasi. Tujuan penelitian ini untuk mengetahui pengaruh GCG, ukuran perusahaan, *debt to equity ratio* terhadap *yield to maturity* obligasi. Hasil dari penelitian ini menunjukkan GCG tidak berpengaruh signifikan terhadap *yield to maturity* obligasi, sedangkan ukuran perusahaan dan *debt to equity ratio* berpengaruh signifikan terhadap *yield to maturity* obligasi.

Persamaan : Metode pengambilan sampel, teknik yang digunakan yaitu teknik analisis regresi linear berganda dan variabel independen ukuran perusahaan dan *debt to equity ratio,* dan variabel dependen *yield* obligasi.

Perbedaan : Periode pada pengambilan sampel pada penelitian saat ini 2009-2015.

7. Mahfudi dan Negina Kencono Putri (2012)

Mahfudi dan Negina Kencono Putri meneliti mengenai *the impact of Corporate Governance on public company bond rating and yield: a case of Indonesia*. Tujuan penelitian untuk menguji pengaruh penerapan tata kelola perusahaan di peringkat obligasi dan *yield*. Penelitian ini menggunakan sampel seluruh perusahaan yang menerbitkan obligasi di Bursa Efek Indonesia selama periode 2007-2011. Hasil penelitian ini menujukkan bahwa tidak semua unsur penilaian tata kelola perusahaan dan imbal hasil obligasi mempengaruhi *rating* obligasi dan *yield* obligasi. Kepemilikan institusional dan komisaris independen berpengaruh positif terhadap *rati*ng obligasi dan juga kepemilikan institusional dan komisari independen berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi.

Persamaan: Penggunaan sampel perusahaan pada seluruh perusahaan yang menerbitkan obligasi di Bursa Efek Indonesia.

Perbedaan : Periode pada pengambilan sampel 2009-2015, serta terdapat pada variabel independen yaitu kepemilikan institusional dan komisaris independen.

8. Budhi Artha Surya dan Teguh Gunawan Nasher (2011)

Budhi Artha Surya dan Teguh Gunawan Nasher meneliti mengenai analisis pengaruh tingkat suku bunga SBI, *exchange rate*, ukuran perusahaan, *debt to equity ratio* dan bond *rating* terhadap *yield* obligasi korporasi di Indonesia. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa terdapat pengaruh searah yang siginifikan antara tingkat suku bunga SBI, *exchange rate*, dan *debt to equity ratio* terhadap *yield* obligasi korporasi, ukuran perusahaan berpengaruh tidak signifikan terhadap *yield* obligasi korporasi, dan terdapat hubungan berlawanan antara *bond rating* dan *yield* obligasi korporasi.

Persamaan : Variabel independen *debt to equity ratio*, ukuran perusahaan dan untuk variabel dependen *yield* obligasi.

Perbedaan : Periode pada pengambilan sampel pada penelitian saat ini 2009-2015, variabel independen yaitu tingkat suku bunga SBI, *exchange rate*, ukuran perusahaan, *debt to equity ratio* dan bond *rating* sebagai variabel dependen.

9. Hotman Tohir Pohan (2011)

Hotman Tohir Pohan meneliti mengenai *Sukuk In Indonesia, a Case Study Issuance of Corporate Sukuk in Capital Market Indonesia*. Variabel independen yang digunakan perbedaan YTM sukuk dengan obligasi, *current yield* sukuk dengan obligasi, dan efek suku bunga *current yield* obligasi. Hasil penelitian ini

menunjukkan bahwa semua obligasi, baik obligasi maupun sukuk mempunyai pengaruh terhadap pasar modal di indonesia.

Persamaan : Metode pengambilan sampel, yaitu menggunakan metode *purposive sampling*, serta populasi yang digunakan seluruh perusahaan yang menerbitkan sukuk pada pasar modal.

Perbedaan : Periode pada pengambilan sampel pada penelitian saat ini 2009-2015, penelitian terdahulu hanya menjelaskan mengenai perkembangan sukuk di Indonesia.

10. Sanjeev Bhojraj dan Partha Sengupta (2003)

Sanjeev Bhojraj dan Partha Sengupta meneliti mengenai *Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields the Role of Institusional Investor and Outside Directors*. Tujuan penelitian ini untuk mengeksplorasi hubungan antara mekanisme *governance* dan imbal hasil obligasi serta peringkat obligasi. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa *institutional ownership, board of director, years to maturity, call provision, total asset, debt to equity ratio rating, market beta* berpengaruh terhadap *bond yield*, sedangkan *sinking fund* tidak berpengaruh terhadap *bond yield*.

Persamaan : Variabel independen yang digunakan *debt to equity ratio.*

Perbedaan : Periode pada pengambilan sampel pada penelitian saat ini 2009-2015, sedangkan penelitian terdahulu menggunkan *institutional ownership, board of director, years to maturity, call provision, total asset, debt to equity ratio rating, market beta* sebagai variabel independen, dan *bond yield* sebagai variabel dependen.

Tabel 2.1
RINGKASAN PENELITIAN TERDAHULU

No	Peneliti/ Tahun	Persamaan	Perbedaan
1	Ni Wayan Linda Nalurita sari dan Nyoman Abundanti (2015)	1. Data sekunder 2. Variabel Independen (Inflasi) 3. Variabel Dependen (*Yield* Obligasi Syariah)	Variabel Independen: 1. Tingkat Suku Bunga 2. Umur Obligasi 3. Peringkat Obligasi 4. Pertumbuhan Perusahaan 5. Profitabilitas Variabel Dependen : *Yield* Obligasi
2	Oky Oktavian, Haryetti, dan Sjahruddin (2015)	1. Data sekunder 2. Variabel Independen (tingkat inflasi, dan *debt to equity ratio*) 3. Variabel Dependen (*yield* obligasi korporasi)	Variabel Independen : 1. Likuiditas Obligasi 2. *Rating* Obligasi Variabel Dependen : *Yield* Obligasi
3	Arum Melati (2013)	1. Data sekunder 2. Variabel Independen (Ukuran Perusahaan dan Jatuh Tempo Obligasi) 3. Variabel Dependen (*Yield* Obligasi Syariah)	Variabel Independen: 1. Produk Domestik Bruto 2. *Debt to Equity Ratio* Variabel Dependen: Tingkat Sewa Sukuk *Ijarah*
4	Isnaini Desnitasari (2013)	4. Data sekunder 5. Variabel Independen (Ukuran Perusahaan dan *Debt to Equity Ratio*) 6. Variabel Dependen (*Yield* Obligasi Syariah)	Variabel Independen: 1. Tingkat Suku Bunga 2. Peringkat Obligasi Variabel Dependen: *Yield* Obligasi
5	Nanik Indarsih (2013)	1. Data sekunder 2. Variabel Independen (Jatuh tempo obligasi) 3. Variabel Dependen (*Yield* Obligasi Syariah)	Variabel Independen: 1. Tingkat Suku Bunga SBI *2. Rating* 3. Likuiditas Variabel Dependen: *Yield* Obligasi

6	Riska Ayu Hapsari (2013)	1. Data sekunder 2. Variabel Independen (Ukuran Perusahaan dan *Debt to Equity Ratio*) 3. Variabel Dependen (*Yield* Obligasi Syariah)	Variabel Independen (*Good Corporate Governance*) Variabel Dependen: *Yield* Obligasi
7	Mahfudi dan Negina Kencono Putri (2012)	Variabel Dependen: *Yield* Obligasi Syariah	Variabel Independen: 1. Kepemilikan Institusional 2. Komisaris Independen Variabel Dependen: *Rating* dan *yield* Obligasi
8	Budhi Artha Surya dan Teguh Gunawan Nasher (2011)	1. Data sekunder 2. Variabel Independen (Ukuran Perusahaan dan *Debt to Equity Ratio*) 3. Variabel Dependen (*Yield* Obligasi Syariah)	Variabel Independen: 1. Tingkat Suku Bunga SBI 2. *Exchange Rate* *3.* Bond *Rating* Variabel Dependen: *Yield* Obligasi
9	Hotman Tohir Pohan (2011)	Sukuk yang digunakan dan dalam pengambilan sampel penelitian yaitu sukuk *ijarah*, selain itu hipotesis yang digunakan yaitu *yield to maturity*.	Studi kasus penerbitan sukuk korporasi di Pasar Modal Indonesia, untuk mengetahui pengungkapan sukuk dengan obligasi, struktur, sekuritisasi, dan penelitian ini hanya mengenai sukuk *ijarah* dan sukuk *mudharabah*.
10	Sanjeev Bhojraj dan Partha Sengupta (2003)	1. Data sekunder 2. Variabel Independen (*Debt to Equity Ratio*) 3. Variabel Dependen (*Yield* Obligasi Syariah)	Variabel Independen: 1. *Institutional Ownership* 2. *Board of Director* 3. *Years to Maturity* 4. *Call Provision* 5. *Total Asset* 6. *Rating* 7. *Market Beta* Variabel Dependen: *Bond Yield*

Sumber : Penelitian terdahulu (diolah)

2.2 Landasan Teori

Teori-teori ini digunakan untuk untuk memaparkan dengan lebih jelas dan rinci mengenai komponen-komponen yang ada pada variabel bebas maupun variabel terikat dan yang berhubungan antara variabel bebas dengan variabel terikat.

2.2.1 *Signalling Theory*

Signalling Theory merupakan teori yang membahas tentang naik turunnya harga yang ada di pasar sehingga dapat memberi pengaruh terhadap keputusan investor. Laporan keuangan suatu perusahaan harus disajikan secara wajar dan relevan, karena laporan tersebut merupakan suatu cerminan bagi perusahaan yang dijadikan sebagai bahan pertimbangan bagi para investor dalam pengambilan keputusan. Apabila dari informasi yang diterbitkan oleh perusahaan tersebut mempunyai pengaruh terhadap reaksi pasar, maka perusahaan tersebut memberikan sinyal positif, dan apabila reaksi pasarnya tidak berpengaruh maka perusahaan tersebut maka dapat dikatakan bahwa memberikan sinyal yang negatif (Fahmi, 2012:103).

Signalling theory juga dapat dikatakan lebih menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pada pihak diluar perusahaan. Informasi yang lengkap tidak hanya dibutuhkan oleh para investor namun juga oleh para kreditur, sebelum bersedia untuk meminjamkan dananya pada suatu perusahaan, seorang kreditur terlebih dahulu harus memperoleh dan melakukan analisis atas informasi yang disajikan perusahaan melalui laporan keuangan dari tiap perusahaan (Scott, 2012:475). Suatu

informasi yang dipublikasikan dapat dijadikan sebagai pengumuman yang akan memberikan sinyal baik bagi pihak manajemen dan pihak luar atau investor dalam pengambilan keputusan investasi (Jogiyanto, 2014:586).

Dapat disimpulkan bahwa, *signalling theory* ini merupakan salah satu jenis informasi pasar modal yang dikeluarkan oleh perusahaan yang dapat memberikan sinyal bagi calon investor atau pihak yang berkepentingan lainnya yaitu dapat berupa laporan keuangan perusahaan. Laporan keuangan perusahaan tersebut dapat digunakan untuk melihat kinerja suatu perusahaan pada setiap periode dan dapat digunakan untuk membantu dalam proses pengambilan keputusan. Apabila kinerja dan kondisi keuangan suatu perusahaan baik, maka dapat dikatakan bahwa perusahaan tersebut memberikan sinyal atau informasi yang positif bagi para pengguna laporan keuangan. Sebaliknya, apabila laporan keuangan perusahaan tersebut memberikan informasi bahwa perusahaan tersebut mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) maka hal tersebut merupakan sinyal yang negatif bagi para pengguna laporan keuangan.

Hubungan teori sinyal dengan penelitian saat ini adalah, perusahaan sebagai pihak penerbit sukuk *ijarah* akan memperhatikan reaksi investor terhadap informasi yang terkait dengan tingkat *yield* yang akan diberikan pada saat berinvestasi sukuk *ijarah* serta sebagai pengambilan keputusan bagi investor untuk berinvestasi atau bagaimana sebuah perusahaan akan memberikan sinyal positif maupun negatif kepada para pengguna laporan keuangan. Perusahaan yang memberikan sinyal positif akan mudah untuk menarik pihak luar ataupun investor untuk memutuskan menanamkan modalnya, sehingga akan meningkatkan calon-calon investor yang

akan berinvestasi pada perusahaan tersebut dan jika perusahaan memberikan sinyal negatif, maka para investor atau pihak yang berkepentingan lainnya seperti kreditur akan mempertimbangkan keputusannya atas keinginan untuk melakukan investasi ataupun untuk meminjam dananya, dikhawatirkan bahwa pihak perusahaan tidak dapat mengembalikan atas pinjamannya dan tingkat *yield* yang diperoleh pihak investor akan rendah. Maka investor akan lebih suka pada perusahaan memberikan sinyal positif, karena akan memberikan informasi mengenai kinerja perusahaan yang baik.

2.2.2 *Yield to Manurity*

Yield to maturity dapat diartikan sebagai tingkat return majemuk yang akan diterima oleh investor jika membeli obligasi pada harga pasar saat ini dan menahan obligasi tersebut hingga jatuh tempo. *Yield to maturity* tersebut mencerminkan *return* dengan tingkat bunga majemuk yang diharapkan oleh investor dalam berinvestasi. YTM merupakan nilai yang akan dicari dengan menggunakan harga obligasi, jangka waktu jatuh tempo, kupon dan nilai pari obligasi yang telah diketahui. *Yield to maturity* yang seringkali digunakan yaitu YTM *approximation* atau pendekatan nilai YTM (Tandelilin, 2010:259). Ada dua istilah dalam menentukan *yield*, diantaranya:

1. Nominal *yield* atau tingkat kupon adalah penghasilan bunga kupon tahunan yang dibayarkan pada pemegang obligasi. Tingkat kupon dinyatakan sebagai persentase nilai nominal.
2. *Current yield* adalah penghasilan bunga kupon tahunan dibagi dengan harga pasar obligasi. Nominal *yield* mendasarkan pada nilai nominal yang selalu

berjumlah tetap, sedangkan *current yield* mendasarkan pada nilai pasar yang dapat berubah-ubah.

Harga obligasi yang ditawarkan di pasar umumnya dibedakan menurut apakah dijual pada, di atas, atau di bawah nilai nominalnya (nilai *par*), harga obligasi dinyatakan dalam bentuk (%) dari nilai nominalnya. Menurut Tandelilin (2010:274) penilaian obligasi dpat dibedakan menjadi tiga, yaitu:

1. *Premium Bonds*

   Obligasi dengan harga lebih tinggi daripada nilai nominalnya dikatakan dijual pada harga premium (harga obligasi > nilai nominal).

2. *Discounts Bonds*

   Obligasi dengan harga lebih rendah daripada nilai nominalnya dikatakan dijual pada harga *discount* (harga obligasi < nilai nominal).

3. *Par Bonds*

   Obligasi dengan harga sama dengan nilai nominalnya dikatakan dijual pada harga par (harga obligasi = nilai nominal).

Yield digunakan agar investor dapat memperkirakan keuntungan yang akan diperoleh ketika membeli obligasi. Investor akan memiliki harapan apabila mereka membeli obligasi yang mempunyai *yield* yang tinggi, karena obligasi tersebut akan memberikan keuntungan yang besar dengan meningkatnya harga obligasi, sehingga para investor menggunakan *yield to maturity* untuk memberikan penilaian terhadap suatu obligasi perusahaan yang telah digunakan, karena banyak investor yang memilih obligasi yang memiliki jangka waktu yang relatif panjang, kerena diasumsikan akan memberikan tingkat *yield* yang tinggi, sehingga perlu dilakukan

perhitungan pendapatan obligasi berdasarkan metode *yield to maturity* agar dapat membandingkan tingkat pendapatan obligasi yang satu dengan yang lain.

2.2.3 Obligasi Syariah (Sukuk)

Sukuk berasal dari kata bahasa arab yaitu "*Sakk",* jamaknya *"sukuk atau sakaik"*, yang berarti "memukul atau membentur" atau juga dapat diartikan "pencetakan atau menempa" sehingga jika dikatakan *"sakkan nukud"* yang berarti "pencetakan atau penempahan uang". Dapat simpulkan bahwa sukuk merupakan suatu dokumen sah yang menjadi bukti penyertaan modal atu bukti hutang terhadap kepemilikan suatu harta yang boleh dipindahmilikkan dan bersifat kekal atau jangka panjang, misalnya saham, *future, swaps* dan *stock* (Wahid, 2010:92-93). Menurut *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Accounting* (AAOIFI, 2008) sukuk dapat diartikan sebagai berikut:

> *"Sukuk are certificates of equal value representing undivided shares in ownership of tangible assets, usufruct and service or (in the ownership of) the assets of particular projects or special ivestment activity"*

Berdasarkan definisi tersebut dapat diartikan bahwa sukuk sebagai sertifikat dengan nilai yang sama yang mewakili bagian kepemilikan sepenuhnya terhadap asset yang *tangible*, manfaat dan jasa, kepemilikan aset atas suatu proyek, atau kepemilikan dalam aktivitas bisnis atau investasi khusus (AAOIFI, 2008).

Dapat disimpulkan bahwa, sukuk merupakan surat berharga jangka panjang yang berdasarkan dengan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada para pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah yang berupa margin/bagi hasil atau *fee* serta membayar kembali dana pada saat jatuh tempo.

Prinsip sukuk mirip dengan obligasi konvensional tetapi ada perbedaan yang pokok antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunganya, adanya transaksi pendukung *(underlying transaction)* berupa sejumlah aset tertentu yang menjadi dasar penerbitan sukuk dan adanya akad atau perjanjian antara pihak-pihak yang bersangkutan berdasarkan prinsip-prinsip syariah (Safari, Ariff & Mohammad, 2014:17). Sukuk bukan merupakan surat hutang jangka panjang yang berbunga tetap, melainkan sebagai penyertaan dana sebagai investasi berdasarkan dengan prinsip bagi hasil ataupun tingkat sewa. Tujuan sukuk yaitu sebagai sumber pembiayaan negara, pengembangan keuangan syariah, alternatif instrumen investasi, dan memanfaatkan dana masyarakat yang belum terjaring oleh konvensional.

Pebedaan sukuk dengan konvesional menurut (Safari, Ariff & Mohammad, 2014:17), sebagai berikut:

1. Harga obligasi didasarkan pada berapa banyak pangsa keuntungan peminjam bersedia untuk memberikan yang tentu saja tergantung pada risiko dari proyek dana yang diterapkan, sedangkan pada penyedia dana Sukuk setuju untuk tidak mengambil imbalan jika dalam suatu tahun tertentu tidak ada keuntungan kecuali ada bukti peminjam yang berperilaku curang.
2. Bagi hasil dan pembagian risiko, dapat membuat sukuk memiliki risiko tinggi dibandingkan yang terjadi di obligasi konvensional berbasis bunga yang lebih rendah karena tidak ada kepemilikan aset apapun sampai proyek gagal.

3. Keuntungan yang diberikan ketika terjadi keuntungan dan jika suatu proyek gagal tanpa bukti kelalaian yang disengaja, maka imbalan hilang sampai sebatas nilai pasar dari aset di SPC *(lessor).*
4. Untuk dana sukuk, hanya aset yang ada di SPC *(lessor)* yang dapat dijual bukan semua aset perusahaan.
5. Sukuk memberikan struktur khusus untuk menyesuaikan kebutuhan dari arus kas proyek.

A. Jenis-Jenis Obligasi Syariah

Menurut Hidayat (2011:114), berdasarkan jenis akad yang dipakai obligasi syariah dapat dibedakan menjadi beberapa jenis, diantaranya sebagai berikut:

1. Sukuk *Ijarah,* yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *ijarah*, yang satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak guna atau manfaat suatu aset perusahaan kepada pihak lain berdasarkan harga sewa dan periode sewa yang telah disepakati, tanpa diikuti dengan adanya pemindahan kepemilikan aset itu sendiri. *Fee ijarah* dibayarkan setiap tiga bulan sekali, sedangkan dana obligasi syariah itu sendiri dibayarkan pada saat pelunasan obligasi syariah atau pada saat jatuh tempo, dan jangka waktu obligasi syariah sendiri selama lima tahun.
2. Sukuk *Musyarakah,* yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *musyarakah* itu sendiri yang merupakan suatu bentuk kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk menggabungkan modal yang digunakan untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang sudah ada atau untuk membiayai kegiatan usahanya. Timbulnya keuntungan atau

kerugian akan ditanggung bersama sesuai dengan jumlah modal atau besarnya modal yang dipartisipasikan masing-masing pihak. Penerbit obligasi wajib memberikan pendapatan berupa bagi hasil pengelolaan dana milik pihak-pihak dana dan membayar kembali dana pokok pada saat jatuh tempo.

3. Sukuk *Istishna',* yaitu sukuk yang diterbitkam berdasarkan perjanjian atau akad *istishna'* yang merupakan suatu bentuk perjanjian jual beli antara para pihak pembeli (*mustashni'*) untuk pembiayaan suatu proyek kepada pihak penjual (*shani'*) sedangkan jangka waktu, cara, dan harga disepakati oleh para pihak yang bersangkutan. Penerbit obligasi wajib memberikan pendapatan berupa bagi hasil dari pengelolaan dana kepada pemilik dana dan membayar kembali pada saat jatuh tempo.
4. Sukuk *Salam*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *salam* yang merupakan suatu jual beli aset berupa obyek pembiayaan antara para pihak pembeli dan penjual yang pembayarannya dilunasi dimuka, sedangkan penyerahan barang dilakukan dikemudian hari. Penerbit obligasi wajib memberikan pendapatan berupa bagi hasil dari pengelolaan dana kepada pemilik dana dan membayar kembali pada saat jatuh tempo.

   Untuk pengertian sukuk *istishna'* hampir sama dengan sukuk *salam,* hanya pada saat penyerahan pembiayaannya yang membedakannya kedua sukuk tersebut, pada sukuk menggunakan akad *salam* penyerahan pembiayaan terjadi pada saat awal akad, sedangkan untuk sukuk akad *istishna'*

pembayaran pembiayaannya dilakukan pada saat akhir periode akad atau dilakukan secara berangsur.

5. Sukuk *Mudharabah (Muqharadah)/Qirad*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *mudharabah* yang merupakan satu bentuk kerjasama, yang satu pihak sebagai penyedia modal *(rabb al-mal* atau *shahibul mal)* dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian *(mudharib)*, sedangkan keuntungan yang diterima dari kerjasam tersebut akan dibagi berdasarkan perbandingan yang telah disepakati bersama sebelumnya, dan kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh penyedia modal *(rabb al-mal* atau *shahibul mal)* selama kerugian tersebut bukan akibat dari kelalaian si pengelola, apabila kerugian tersebut diakibatkan karena adanya kecurangan atau kelalian dari si pengelola (*mudharib)*, maka yang harus bertanggungjawab atau kerugian tersebut yaitu si pengelola (*mudharib)*. Dengan menerbitkan sukuk *mudharabah*, penerbit wajib memberikan pendapatan berupa bagi hasil dari pengelolaan dana kepada pemilik dana dan membayar kembali pada saat jatuh tempo.
6. Sukuk *Murabahah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *murabahah* yang merupakan suatu jual beli barang dengan harga jual sebesar biaya perolehan ditambah keuntungan yang disepakati dan penjual harus mengungkapkan biaya perolehan barang tersebut kepada pembeli, transaksi akad *murabahah* ini tidak harus dalam bentuk pembayaran tangguh (kredit), melainkan dapat juga dalam bentuk tunai setelah barang tersebut diterima atau ditangguhkan dengan mengangsur

pembayaran pada saat setelah menerima barang ataupun ditangguhkan dengan membayar sekaligus pada saat jatuh tempo. Penerbit wajib memberikan pendapatan berupa bagi hasil dan margin keuntungan pemilik dana dan membayar kembali pada saat jatuh tempo.

Berdasarkan jenis-jenis sukuk tersebut, akad sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan dan Bank Indonesia yaitu sukuk dengan akad *ijarah* dan sukuk *mudharabah.* Hal ini juga didukung berdasarkan Fatwa DSN No.32.DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah bahwa akad yang baru digunakan dalam transaksi obligasi syariah ada yaitu akad *mudharabah* dengan Nomor Fatwa DSN-MUI No.33/DSN-MUI/IX/2002 dan akad *ijarah* dengan Fatwa DSN-MUI No.41/DSN-MUI/III/2004. Obligasi syariah yang digunakan pada penelitian yaitu sukuk *ijarah*, karena dilihat segi *yield* yang diberikan lebih menguntungkan bila dibandingkan dengan sukuk *mudharaba*h, dan sukuk *ijarah* tidak sampai adanya pepindahakan kepemilikan aset itu sendiri.

B. Karakteristik Obligasi Syariah

1. Nilai Nnminal (*Face Value*) yaitu nilai pokok dari suatu obligasi yang akan diterima oleh pemegang obligasi pada saat obligasi tersebut telah jatuh tempo.
2. Kupon (*The Interest Rate*) yaitu nilai bunga yang diterima oleh pemegang obligasi secara berkala. Biasanya pembayaran kupon obligasi setiap 3 bulan atau 6 bulan dan kupon obligasi dinyatakan dalam *annual* prosentase.

3. Jangka waktu yaitu tanggal dimana pemegang obligasi akan mendapatkan pembayaran kembali pokok atau nilai nominal obligasi yang dimilikinya. Periode jatuh tempo obligasi sangat bervariasi mulai dari 365 hari sampai dengan di atas 5 tahun. Obligasi yang akan jatuh tempo dalam waktu 1 tahun akan lebih mudah untuk di prediksi, sehingga memiliki risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan obligasi yang memiliki waktu jatuh tempo 5 tahun. Secara umum, semakin panjang jatuh tempo suatu obligasi maka semakin tinggi kupon atau bunganya.
4. Penerbit atau Emiten (*Issuer*) mengetahui dan mengenal penerbit obligasi merupakan faktor yang sangat penting dalam melakukan investasi obligasi.

2.2.4 Sukuk *Ijarah*

Obligasi syariah (sukuk) *Ijarah* berasal dari kata *al-ajru* yang diartikan sebagai *al'iwadhu* yang berarti "ganti", *al-kira* yang berarti "bersamaan" dan *al-ujrah* yang berarti "upah". *Ijarah* adalah akad penyaluran dana untuk pemindahan hak guna (manfaat) atas suatu barang dalam waktu tertentu dengan pembayaran sewa (*ujrah*), antara perusahaan pembiayaan sebagai pemberi sewa (*mu'ajjir*) dengan penyewa (*musta'jir)* tanpa diikuti pengalihan kepemilikan barang itu sendiri. Akad *ijarah* mewajibkan para pemberi sewa untuk menyediakan aset yang digunakan atau dapa diambil manfaatnya selama periode akad dan memberikan hak kepada pemberi sewa untuk menerima upah sewa. (Kautsar, 2012:269). Bagi bank syariah, akad *ijarah* mempunyai beberapa keunggulan bila dibandingkan dengan akad-akad yang lain (Kautsar, 2012:271), diantaranya:

1. Objek akad lebih luas, bisa dalam bentuk barang maupun jasa.

   Objek dari akad *ijarah* dapat berupa barang atau jasa tergantung dari kesepakatan antara penyewa dengan pemberi sewa. Objek jasa dapat berupa jasa pendidikan, jasa kesehatan, jasa pariwisata, dan jasa lainnya selama tidak bertentangan dengan syariat islam.

2. Risiko akad lebih rendah.

   Bila dibandingkan dengan akad investasi, misalnya akad *mudharabah* dan akad *musyarakah,* akad *ijarah* ini relatif mempunyai risiko usaha yang lebih kecil dikarenakan pendapatan sewa yang diterima oleh bank syariah bersifat tetap dan teratur atau rutin.

B. Ketentuan Syariah

Ketentuan Obligasi syariah *ijarah* terdiri dari dari beberapa dalil al-quran dan as-sunnah (Kautsar, 2012:271), diantaranya:

1. Al-Quran

   a. Surah Az-Zukhruf ayat 32:

      "Apakah mereka yang membagi-bagi rahmat Tuhanmu? Kami telah menentukan antara mereka penghidupan mereka dalam kehidupan dunia, dan kami telah meninggikan sebahagian mereka atas sebagian yang lain beberapa derajat, agar sebagian mereka dapat mempergunakan sebagian yang lain. Dan rahmat Tuhanmu lebih baik dari apa yang mereka kumpulkan"

   b. Surah Al-Baqarah ayat 233:

      "Para ibu hendaklah menyusukan anak-anaknya selama dua tahun penuh, yaitu bagi yang ingin menyempurnakan penyusuan. Dan kewajiban ayah memberi makan dan pakaian kepada para ibu dengan cara ma'ruf. Seseorang tidak dibebani melainkan menurut kadar kesanggupannya. Janganlah seorang ibu menderita kesengsaraan karena anaknya dan seorang ayah karena anaknya, dan warispun berkewajiban demikian. Apabila keduanya ingin menyapih (sebelum

dua tahun) dengan kerelaan keduanya dan permusyawaratan, maka tidak ada dosa atas keduanya. Dan jika kamu ingin anakmu disusukan oleh orang lain, maka tidak ada dosa bagimu apabila kamu memberikan pembayaran menurut yang patut. Bertakwalah kamu kepada Allah dan ketahuilah bahwa Allah Maha Melihat apa yang kamu kerjakan"

c. Surah Al-Baqarah ayat 26-27:

"Sesungguhnya Allah tiada segan membuat perumpamaan berupa nyamuk atau yang lebih rendah dari itu. Adapun orang-orang yang beriman, maka mereka yakin bahwa perumpamaan itu benar dari Tuhan mereka, tetapi mereka yang kafir mengatakan: "Apakah maksud Allah menjadikan ini untuk perumpamaan?". Dengan perumpamaan itu banyak orang yang disesatkan Allah, dan dengan perumpamaan itu (pula) banyak orang yang diberi-Nya petunjuk. Dan tidak ada yang disesatkan Allah kecuali orang-orang yang fasik, (yaitu) orang-orang yang melanggar perjanjian Allah sesudah perjanjian itu teguh, dan memutuskan apa yang diperintahkan Allah (kepada mereka) untuk menghubungkannya dan membuat kerusakan di muka bumi. Mereka itulah orang-orang yang rugi"

d. Surah Al-Maidah ayat 1:

"Hai orang-orang yang beriman, penuhilah aqad-aqad itu. Dihalalkan bagimu binatang ternak, kecuali yang akan dibacakan kepadamu. (Yang demikian itu) dengan tidak menghalalkan berburu ketika kamu sedang mengerjakan haji. Sesungguhnya Allah menetapkan hukum-hukum menurut yang dikehendaki-Nya"

e. Surat An-Nisa' ayat 29:

"Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama-suka di antara kamu. Dan janganlah kamu membunuh dirimu; sesungguhnya Allah adalah Maha Penyayang kepadamu"

2. As-Sunnah

Sebagaimana yang terdapat di dalam Shalih Bukhari dan Muslim serta Hadits yang diriwayatkan oleh Ibnu Majah dan Sahabat Abdullah bin Umar Radhiyallahu 'anhuma:

a. Rasulullah saw. bersabda: "*Berbekamlah kamu, kemudian berikanlah olehmu upahnya kepada tukang bekam itu"* (HR. Bukhari Muslim.)
b. Dari sahabat Ibnu Umar Radhiyallahu'anhuma, Rasulullah saw. bersabda "*Berikanlah upah kerja sebelum keringatnya kering"* (HR. Ibnu Majah.)
c. *"Rasulullah melarang dua bentuk akad sekaligus dalam satu objek."* (HR Imam Ahmad dari sahabat Abdullah bin Mas'ud)
d. Sa'ad bin Abi Waqqash mengatakan, "*Dahulu kami menyewa tanah dengan (jalan membayar dari) tanaman yang tumbuh. Lalu Rasulullah melarang kami cara seperti itu dan memerintahkan kepada kami agar membayarnya dengan uang emas atau perak."* (HR. Imam An-Nisa'i)
e. Dari Abu Hurairah Radhiyallahu 'anhu bahwa Rasulullah bersabda, "*Allah Subhanahu wa Ta'ala berfirman: Ada tiga golongan yang pada hari kiamat Aku akan menjadi musuh mereka: (1) seorang laki-laki yang mengucapkan sumpah karena Aku kemudian dia curiga; (2) seorang laki-laki yang menjual seoarng merdeka lalu dimakan harganya; dan (3) seoarng laki-laki yang mempekerjakan seorang buruh lalu sang buruh mengerjakannya dengan sempurna, namun ia tidak memberinya upah."* (Hadits ini dihasankan oleh Syaikh Albani Rahimahumullah dalam kitab beliau Irwa'ul Ghalil).

C. Rukun dan Syarat Sukuk *Ijarah*

1. Pelaku, harus cakap hukum dan balig.
2. Pelaku yang terdiri atas pemberi sewa/pemberi jasa/*lessor*/*mu'jir* dan penyewa/pengguna jasa/*lessee/musta'jir.*
3. Objek akad *ijarah* berupa: manfaat aset/*ma'jur* dan pembayaran sewa' atau manfaat jasa dan pembayaran upah.
4. Ijab kabul atau serah terima.

D. Objek *Ijarah*

Objek *ijarah* meliputi pembayaran sewa dan manfaat dari penggunaan aset. Manfaat dari penggunaan aset dalam akad *ijarah* adalah objek kontrak yang harus dijamin, karena ia merupakan rukun yang harus dipenuhi sebagai ganti dari sewa dan bukan aset itu sendiri (Yaya, 2014:253), objek tersebut diantaranya:

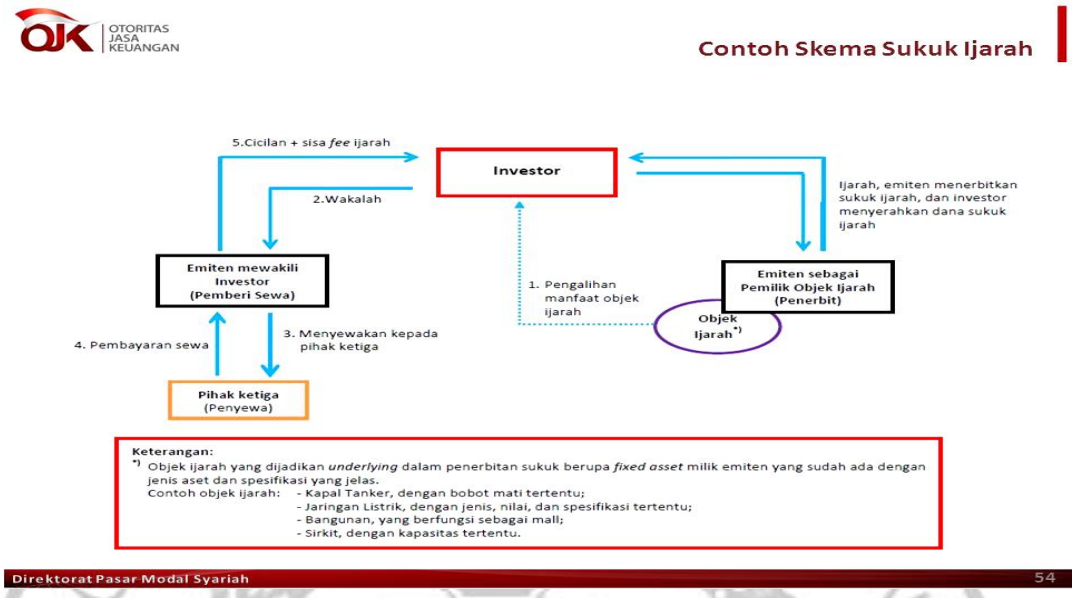
1. Objek *ijarah* adalah manfaat dari penggunaan barang dan/atau jasa.
2. Manfaat barang harus bisa dinilai dan dilaksankan dalam kontrak.
3. Hukumnya Mubah (dibolehkan).
4. Sanggup memenuhi manfaat harus nyata dan sesuai dengan syariah.
5. Manfaat harus dikenali secara spesifik dan sedemikian rupa untuk menghilangkan ketidaktahuan yang akan mengakibatkan sengketa.
6. Spesifikasi manfaat harus dinyatakan dengan jelas termasuk juga jangka waktunya.

7. Sewa adalah sesuatu yang dijanjikan dan dibayar kepada LKS (Lembaga Keuangan Syariah) sebagai pembayaran manfaat. Sesuatu yang dapat dijadikan harga dalam jual beli dapat pula dijadikan sewa dalam *ijarah*.
8. Ketentuan dalam menentuka sewa dapat diwujudkan dalam ukuran waktu, tempat dan jarak.

E. Berakhirnya Akad *Ijarah*

1. Objek hilang atau musnah.
2. Teggang waktu yang disepakati dalam akad ijarah telah berkahir.
3. Menurut ulama Hanafiyah, apabila ada uzur dari salah satu pihak seperti rumah disewakan disita negara karena terikat hutang yang bayak, maka akad ijarah batal. Akan tetapi menurut jumhur ulama, uzur yang boleh membatalkan akad *ijarah* hanyalah apabila obyeknya cacat atau manfaat yang dituju dalam akad hilang, misalnya kebakaran dan dilanda banjir.
4. Terjadi kerusakan aset.
5. Salah satu pihak meninggal dunia dan ahli waris tidak ingin untuk meneruskan akad dengan alasan karena memberatkannya (Nurhayati, 2008:214)

F. Skema Sukuk *Ijarah*



Sumber : www.ojk.go.id

Gambar 2.1
Skema Sukuk *Ijarah*

2.2.5 *Size* Perusahaan

Size perusahaan merupakan aset yang meliputi biaya-biaya yang dapat diperkirakan akan memberikan manfaat ekonomi dimasa yang akan mendatang (Hery, 2015:68). Perusahaan yang dapat tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal yang bersifat eksternal. Ukuran perusahaan dapat dinyatakan dalam total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar, semakin besar total aktiva maka penjualan dan kapitalisasi pasarnya akan semakin besar pula ukuran perusahaan tersebut. Pada ketiga indikator tersebut dapat mewakili seberapa besar ukuran perusahaan tersebut, yang artinya semakin besar aktiva maka akan semakin banyak modal yang akan ditanam, semakin banyak penjualan maka akan semakin banyak perputaran uang dan semakin besar kapitalisasi pasar maka akan semakin besar pula

perusahaan tersebut akan dikenal dikalangan masyarakat (Brigham dan Houston, 2011:40).

Dapat disimpulkan bahwa, perusahaan yang memiliki total aset yang besar, maka perusahaan tersebut akan menawarkan *yield* obligasi yang rendah atau kecil karena perusahaan besar memiliki risiko yang kecil, dibandingkan dengan perusahaan kecil memiliki risiko yang besar dengan menawarkan *yield* yang besar untuk menarik para investor dan perusahaan yang besar lebih mudah memperoleh pinjaman, karena nilai aktiva yang dijadikan jaminan lebih besar dan tingkat kepercayaan lembaga keuangan atau bank jauh lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang kecil. *Size* perusahaan juga dapat menunjukkan mengenai informasi seberapa besar aset yang dimiliki. Perusahaan besar lebih memiliki aset yang besar, hal ini dapat memberikan informasi kepada penerima informasi tentang tingkat kemampuan pengembalian hutang. Pengukuran yang digunakan untuk variabel *size* perusahaan dapat menggunakan logaritma natural (Ln) dari total asset.

2.2.6 Jangka Waktu Jatuh Tempo Obligasi

Jangka waktu jatuh tempo merupakan lamanya waktu untuk pembelian kembali obligasi dari diterbitkannya obligasi sampai jatuh tempo. Pada umumnya masa jatuh tempo obligasi adalah 5 tahun, namun ada juga yang memiliki masa jatuh tempo 1 tahun hingga 10 tahun, semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati oleh investor, karena risiko yang akan diperoleh semakin kecil, risiko yang kecil tentu akan membuat *yield* yang diperoleh juga kecil (Sapto Rahardjo, 2003).

Obligasi yang memiliki periode jatuh tempo lebih lama akan mempunyai kesempatan waktu yang lebih lama untuk membuat harga obligasi tersebut semakin meningkat, semakin lama jangka waktu akan semakin tinggi tingkat risiko yang akan ditanggung, namun *yield* yang didapatkan juga akan semakin tinggi pula. Sebaliknya, obligasi yang memiliki periode jatuh tempo lebih singkat atau pendek maka tidak akan mempunyai waktu yang lebih lama untuk membuat harga obligasi tersebut meningkat, dan tingkat risiko yang semakin rendah serta *yield* yang akan diperoleh juga akan semakin rendah.

Dapat disimpulkan bahwa, setiap obligasi memiliki masa jatuh tempo atau *maturity date* yaitu batas akhir atau tanggal dimana perusahaan penerbit sukuk harus melunasi nilai pokok dari sukuk yang diterbitkannya, sehingga emiten obligasi mempunyai kewajiban yang mutlak untuk digunakan dalam membayar nilai nominal obligasi kepada pihak pemegang obligasi pada saat jatuh tempo yang telah ditetapkan dan biasanya telah disepakati pada saat akad yang telah disepakati sebelumnya, dalam kewajiban pembayaran nilai pokok pada saat jatuh tempo dan bunga obligasi akan terhindar apabila dilakukan penebusan obligasi atau pembelian kembali obligasi pada saat sebelum jatuh tempo oleh penerbit obligasi, obligasi dijual sesuai dengan nilai wajar atau harga pasar, sebelum obligasi tersebut jatuh tempo. Jatuh tempo obligasi akan diukur menggunakan logaritma natural (Ln) dari jangka waktu obligasi, dalam penelitian ini satuan yang digunakan untuk jangka waktu obligasi yaitu dalam satuan tahun. Berikut contoh pernyataan jangka waktu jatuh tempo obligasi pada perusahaan PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero)

periode 2010, perusahaan tersebut merupakan salah satu sampel yang digunakan pada penelitian ini.

PERUSAHAAN PERSEROAN (PERSERO)
PT PERUSAHAAN LISTRIK NEGARA DAN
ENTITAS ANAK
CATATAN ATAS LAPORAN KEUANGAN KONSOLIDASIAN
31 DESEMBER 2011 DAN 2010 SERTA UNTUK TAHUN - TAHUN YANG BERAKHIR PADA TANGGAL TERSEBUT
(Angka dalam tabel dinyatakan dalam jutaan Rupiah) - Lanjutan

PERUSAHAAN PERSEROAN (PERSERO)
PT PERUSAHAAN LISTRIK NEGARA AND
ITS SUBSIDIARIES
NOTES TO CONSOLIDATED FINANCIAL STATEMENTS
DECEMBER 31, 2011 AND 2010 AND
FOR THE YEARS THEN ENDED
(Figures in tables stated in millions of Rupiah) – Continued

Sukuk Ijarah PLN IV Tahun 2009

Bersamaan dengan penerbitan Obligasi PLN XI Tahun 2010, Perusahaan juga menerbitkan Sukuk Ijarah PLN IV Tahun 2010 dengan nilai nominal sebesar Rp 297.000 juta yang terdiri dari:

- Seri A sebesar Rp 130.000 juta, jangka waktu 7 tahun dengan imbalan ijarah sebesar Rp 15.535 juta per tahun. Imbalan ijarah dibayarkan setiap tiga bulan sejak 12 April 2010 sampai dengan tanggal 12 Januari 2017.
- Seri B sebesar Rp 167.000 juta, jangka waktu 10 tahun dengan imbalan ijarah sebesar Rp 20.958,5 juta per tahun. Imbalan ijarah dibayarkan setiap tiga bulan sejak 12 April 2010 sampai dengan tanggal 12 Januari 2020.

Sukuk Ijarah PLN IV Year 2010

In the same time with the issuance of PLN XI Bonds Year 2010, the Company also issued Sukuk Ijarah PLN IV Year 2010 with a nominal value of Rp 297,000 million which consists of:

- Series A of Rp 130,000 million, with terms of 7 years and ijarah fee of Rp 15,535 million per annum. Ijarah fee is payable on a quarterly basis, starting from April 12, 2010 until the January 12, 2017.
- Series B of Rp 167,000 million, with terms of 10 years and ijarah fee of Rp 20,958.5 million per annum. Ijarah fee is payable on a quarterly basis, starting from April 12, 2010 until the January 12, 2020.

Sumber: Laporan Keuangan PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero), 2010

2.2.7 *Debt to Equity Ratio*

Debt to Equity Ratio merupakan ukuran yang dipakai dalam menganalisis laporan keuangan untuk memperlihatkan besarnya jaminan untuk kreditur (Fahmi, 2014:75). *Debt to equity ratio* digunakan untuk menilai hutang dengan ekuitas, rasio ini dicari dengan cara membandingkan antara seluruh hutang perusahaan, termasuk hutang lancar dengan seluruh ekuitas perusahaan, dan juga digunakan untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditur) dengan pemilik perusahaan, dengan kata lain rasio ini berfungsi untuk mengetahui setiap jumlah modal sendiri yang dijadikan untuk jaminan hutang (Kasmir, 2014:157).

Debt to equity ratio digunakan sebagai rasio perbandingan antara hutang dan modal atau suatu rasio yang menggambarkan sampai sejauhmana modal pemilik dapat menutupi hutang-hutangnya kepada pihak luar, semakin kecil rasio ini maka akan semakin baik. Rasio ini sering digunakan oleh investor dan analis untuk melihat seberapa besar hutang perusahaan jika dibandingkan ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan atau untuk para pemegang saham (Harahap, 2013:303).

Menurut Brigham & Houston, (2011:145), menyatakan bahwa sebuah perusahaan yang menggunakan pendanaan menggunakan hutang, memiliki tiga implikasi penting, yaitu:

1. Dapat memperoleh dana melalui hutang, para pemegang saham dapat mempertahankan kendali mereka atas perusahaan tersebut dengan sekaligus membatasi investasi yang akan mereka berikan.
2. Kreditur akan melihat pada ekuitas atau dana yang diperoleh sendiri sebagai suatu batasan keamanan, sehingga semakin tinggi proporsi dari jumlah modal yang diberikan oleh pemegang saham, maka semakin kecil risiko yang harus dihadapi oleh kreditur.
3. Jika perusahaan mendapatkan hasil dari investasi yang didanai dengan dana hasil pinjaman lebih besar daripada bunga yang dibayarkan, maka pengembalian dari modal pemilik akan diperbesar atau diungkit (*leverage*)

Maka dapat dinyatakan bahwa pada saat kondisi perekonomian di Indonesia dalam keadaan normal, maka perusahaan-perusahaan yang memiliki rasio hutang yang relatif tinggi, akan memiliki ekspektasi pengembalian yang lebih tinggi juga namun di masa di mana penjualan yang sedang merosot tajam maka laba yang akan

dihasilkan tidak akan cukup untuk menutupi bunga pinjaman, serta kas akan mengalami penyusutan bahkan kemungkinan yang akan terjadi bahwa perusahaan diperlukan untuk mendapatkan tambahan dana, karena sedang beroperasi dalam kondisi keuangan perusahaan yang sedang mengalami kerugian, sehingga perusahaan akan mengalami kesulitan pada saat menerbitkan saham maupun obligasi yang dimiliki perusahaan, dan disisi lain para kreditur akan meningkatkan tingkat suku bunga dikarenakan meningkatnya risiko kerugian yang dialami.

Besar kecilnya *debt to equity ratio* sangat mempengaruhi kinerja suatu perusahaan, dimana suatu kemampuan perusahaan membayar kewajiban jangka panjang, semakin rendah *debt to equity ratio* akan semakin baik kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjangnya, sebaliknya semakin tinggi rasio *debt to equity* perusahaan dapat dinyatakan bahwa semakin tinggi tingkat risiko perusahaan terhadap likuiditas perusahaan, apabila perusahaan tidak mempunyai *leverage* berarti perusahaan tersebut 100% menggunakan modal sendiri.

2.2.8 Tingkat Inflasi

Inflasi merupakan suatu kejadian yang menggambarkan situasi dan kondisi di mana harga barang mengalami kenaikan dan nilai mata uang akan mengalami pelemahan (Fahmi, 2015:61). Apabila kondisi ini terjadi secara terus-menerus, maka akan berdampak pada semakin buruknya kondisi ekonomi secara menyeluruh serta akan terjadi guncangan pada tatanan stabilitas politik suatu negara. Inflasi juga dapat diartikan sebagai kecederungan kenaikan tingkat harga secara terus-menerus, mempengaruhi individu-individu, bisnis, dan pemerintah (Latumaerisa, 2011:22).

Inflasi terjadi apabila kenaikan tersebut meluas pada sebagian besar barang dan jasa dalam perekonomian, dan jika hal tersebut berlangsung secara terus-menerus (karena jika kenaikan harga hanya bersifat sementara maka hal tersebut tidak dapat dikatakan sebagai inflasi). Inflasi merupakan kecenderungan terjadinya peningkatan harga produk-produk secara keseluruhan sehingga terjadi penurunan daya beli uang (Tandelilin, 2010:342). Inflasi sangat berpengaruh terhadap masyarakat, karena inflasi mengandung suatu implikasi bahwa uang tidak dapat berfungsi sebagai satuan hitungan yang adil dan benar. Inflasi dan deflasi merupakan suatu keadaan yang menggambarkan adanya perubahan tingkat harga dalam sebuah perekonomian (Fahmi, 2015:35).

Berdasarkan beberapa pendapat para ahli, dapat disimpulkan bahwa inflasi merupakan suatu keadaan yang dapat menunjukkan menurunnya nilai mata uang pada suatu negara dan naiknya harga barang yang berlangsung secara sistematis, dan keadaan tersebut dapat membahayakan sistem perekonomian suatu negara serta dapat menimbulkan pengaruh besar yang kemungkinan akan sulit untuk diatasi dengan cepat, bahkan dapat berakhir pada keadaan yang dapat menumbangkan pemerintahan.

A. Macam – Macam Inflasi

Inflasi dapat dibedakan menjadi beberapa jenis (Fahmi, 2015: 62). Berdasarkan area yang terjadi, inflasi dapat dibagi menjadi dua, yaitu:

1. Inflasi Domestik (*Domestic Inflation*)

   Inflasi deometik terjadi kerana adanya faktor situasi dan kondisi yang terjadi dalam negeri, salah satunya adalah kebijakan pemerintah (*goverment*

policy) dalam mengeluarkan deregulasi yang mampu mempengaruhi kondisi kenaikan harga.

2. Inflasi Impor (*Imported Inflation*)

   Inflasi impor terjadi karena disebabkan oleh faktor situasi dan kondisi di luar negeri, misalnya goncangan ekonomi di Amerika Serikat yang berpengaruh pada naiknya harga berbagai barang yang berasal dari negara tersebut. Jika suatu negara memiliki tingkat ketergantungan yang tinggi pada kondisi ekonomi di luar negeri, maka akan berdampak pada kenaikan harga barang dibandingkan pada waktu-waktu sebelumnya.

Berdasarkan penyebab terjadinya, inflasi dapat dibedakan menjadi tiga yaitu:

1. Inflasi Struktural (*Structural Inflation*)

   Suatu keadaan yang ditimbulkan oleh bertambahnya volume uang karena pergeseran struktur ekonomi – pergerakan faktor-faktor produksi dari sektor nonindustri ke sektor industri.

2. Desakan Biaya (*Cost Push Inflation*)

   Inflasi yang disebabkan oleh kebijakan perusahaan untuk menaikkan harga barang dagangannya karena implikasi dari kenaikan biaya internal seperti kenaikan upah buruh, suku bunga atau harapan untuk memperoleh laba yang tinggi.

3. Desakan Permintaan (*Demand Inflation*)

   Inflasi yang timbul karena adanya dorongan oleh biaya atau inflasi lain, misalnya faktor kenaikan pendapatan masyarakat atau ketakutan terhadap kenaikan harga yang terus-menerus sehingga masyarakat memborong

barang, inflasi seperti keadaan tersebut merupakan inflasi yang timbul karena adanya dorongan permintaan.

Berdasarkan skala penilaian inflasi, terdapat empat kategori skala yan bisa digunakan, yaitu:

1. Inflasi Ringan (*Creeping Inflation*)

   Dikatakan inflasi ringan karena skala inflasinya berada di bawah 10% pertahun, kondisi inflasi yang ringan di alami oleh Indonesia pada era sekarang atau pasca reformasi dan masa orde baru.

2. Inflasi Sedang (*Moderate Inflation*)

   Inflasi sedang dianggap tidak efektif bagi kelangsungan ekonomi suatu negara karena dinilai dapat mengganggu dan bahkan mengancam pertumbuhan ekonomi, inflasi sedang dengan skala inflasinya antara 10% - 30% pertahun.

3. Inflasi Berat

   Kondisi di mana ketika sektor-sektor ekonomi sudah mulai mengalami kelumpuhan (kecuali yang dikuasai oleh negara). Skala inflasi berat sekitar 30% - 100% per tahun.

4. Inflasi sangat Berat/Hiperinflasi (*Hyperinflation*)

   Hiperinflasi merupakan tingkat inflasi yang sangat parah, bisa mencapai ribuan bahkan milyaran persen pertahun, inflasi ini merupakan jenis yang mematikan, dengan skala penilaian lebih dari 100% pertahun.

Dilihat dari skala penilaian inflasi, banyak pihak khususnya para investor dan manajemen perusahaan menginginkan inflasi berada dalam kategori jenis

inflasi ringan, sedangkan tingkat inflasi paling ditakuti ketika berada dalam kondisi hiperinflasi, karena pada saat tingkat inflasi berada pada kondisi hiperinflasi banyak rencana yang tidak bisa dijalankan, bahkan kebijakan untuk melakukan pengubahan dan pengalihan keputusan aset harus dilakukan, serta terdapat kecenderungan bahwa orang-orang lebih menyukai aset yang bersifat keras (*real estate* dan logam mulia) dibandingan dengan aset *financial* seperti saham dan obligasi (Fahmi, 2015:63), karena aset *financial* akan mengalami kerugian yang drastis ketika tingkat inflasi berada pada kondisi hiperinflasi.

Tingkat inflasi yang tinggi biasanya akan dikaitkan dengan kondisi ekonomi terlalu panas (*overheated),* yang dapat diartikan bahwa suatu kondisi perekonomian sedang mengalami tingkat permintaan atas produk yang melebihi kapasitas atas penawaran produknya, sehingga harga-harga akan cenderung mengalami kenaikan. Inflasi yang terlalu tinggi juga akan menyebabkan adanya penurunan daya beli uang (*purchasing power of money).* Selain itu, inflasi yang tinggi juga akan mengurangi tingkat pendapatan riil yang diperoleh oleh para investor dari investasinya. Konsep pendapatan riil dalam perekonomian yang sedang mengalami inflasi akan berkaitan dengan konsep tingkat bunga riil. Tingkat bunga riil merupakan tingkat bunga yang telah disesuaikan terhadap risiko penurunan daya beli sebagai akibat terjadinya inflasi (Tandelilin, 2010:342).

Dapat diasumsikan apabila inflasi tinggi atau naik maka pendapatan riil justru akan mengalami penurunan, hal ini disebabkan karena berkurang secara riil akibat adanya penyesuaian dengan dampak penurunan daya beli uang, dan apabila tingkat inflasi suatu negara sedang mengalami penurunan, maka hal ini akan memberikan

sinyal yang positif bagi investor karena seiring dengan turunnya risiko daya beli uang dan risiko penurunan pendapatan riil, namun apabila terjadi peningkatan inflasi secara relatif dapat memberikan sinyal negatif bagi pemodal di pasar modal.

Tingkat inflasi juga akan berpengaruh terhadap kegiatan perekonomian, serta bisnis yang dilakukan oleh investor. Semakin tinggi angka inflasi maka harga barang maupun jasa yang beredar dimasyarakat semakin meningkat dan mengakibatkan kemampuan daya beli masyarakat semakin melemah atau turun, apabila daya beli masyarakat melemah maka angka penjualan perusahaan juga akan ikut menurun yang dapat berdampak buruk bagi profit yang akan diperoleh oleh perusahaan sehingga dapat mengakibatkan kesulitan dalam pembagian *yield* maupun deviden bagi para investor. Apabila kinerja perusahaan menurun, maka investor kesulitan untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut, sehingga permintaan akan obligasi perusahaan juga akan ikut menurun dan berdampak pada *yield* yang akan diberikan oleh perusahaan kepada para investor.

Setiap keputusan untuk berinvetasi selalu menyangkut dua hal yaitu tingkat risiko dan tingkat keuntungan. Risiko yang mempunyai hubungan positif dengan tingkat keuntungan yang diharapkan, maka akan semakin besar pula risiko yang akan ditanggung oleh para pihak investor. Risiko merupakan penyimpangan dari tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*), dan kemungkinan pendapatan yang diterima (*actual return*). Risiko yang akan mempengaruhi besarnya risiko suatu investasi terdiri dari risiko suku bunga, risiko pasar, risiko inflasi, risiko bisnis, risiko *financial*, risiko lukuiditas, risiko nilai tukar mata uang dan risiko negara (Tandelilin, 2010:102). Dalam suatu investasi tingkat risiko yang

akan ditanggung akan berbeda-beda sesuai dengan tingkat pendapatan yang diharapkan (*expected return*).

Indikator yang digunakan untuk mengukur tingkat inflasi adalah Indeks Harga Konsumen (IHK) atau *Consumer Price Indeks*. Perubahan IHK dari waktu ke waktu menunjukkan pergerakan harga dari barang dan jasa yang dikonsumsi oleh masyarakat (Fahmi, 2015:63).

2.2.9 Hubungan antara Variabel Independen dengan Variabel Dependen

1. Hubungan *Size* Perusahaan terhadap *Yield to Maturity* Sukuk *Ijarah*

Size perusahaan merupakan suatu aspek dasar yang sangat dicermati dalam suatu keputusan untuk melakukan investasi, maka semakin mudah untuk mengakses informasi, dengan kata lain adanya kemungkinan perusahaan untuk memperoleh dana lebih besar daripada perusahaan yang hanya memiliki informasi yang tergolong lebih sedikit (Marietta dan Sampurno, 2013:2). *Size* perusahaan juga dapat bahwa perusahaan yang dapat tumbuh dengan pesat dan lebih banyak mengandalkan pada modal yang bersifat eksternal misalnya melakukan pinjaman hutang pada pihak yang memiliki kelebihan dana. Biaya pengembangan untuk penjualan saham biasa lebih besar daripada biaya untuk penerbitan surat hutang yang mendorong perusahaan untuk lebih banyak mengandalkan hutang (Brigham dan Houston, 2011:40).

Perusahaan yang memiliki total aset yang besar, maka perusahaan tersebut akan menawarkan *yield* obligasi yang rendah atau kecil, karena perusahaan besar memiliki risiko yang kecil dibandingkan dengan perusahaan kecil yang memiliki risiko yang besar dengan menawarkan *yield* yang besar untuk menarik para

investor. Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Melati (2013) bahwa terdapat pengaruh signifikan antara *size* perusahaan terhadap *yield* obligasi.

2. Hubungan Jangka Waktu Jatuh Tempo Obligasi terhadap *Yield to Maturity* Sukuk *Ijarah*

Jangka waktu jatuh tempo obligasi merupakan lamanya waktu untuk melakukan pembelian kembali obligasi dan diterbitkannya obligasi sampai jatuh tempo obligasi. Setiap obligasi mempunyai masa jatuh tempo atau berakhirnya masa pinjaman *(maturity),* secara umum masa jatuh tempo obligasi adalah 5 tahun. Namun ada juga yang memiliki masa jatuh tempo 1 tahun hingga 10 tahun, semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati oleh investor, karena risiko yang akan diperoleh semakin kecil (Sapto Rahardjo, 2003).

Obligasi yang memiliki periode jatuh tempo lebih lama akan mempunyai kesempatan waktu yang lebih lama untuk membuat harga obligasi tersebut semakin meningkat. Sebaliknya obligasi yang memiliki periode jatuh tempo lebih singkat atau pendek maka tidak akan mempunyai waktu yang lebih lama untuk membuat obligasi tersebut menjadi semakin meningkat. Obligasi yang memiliki jatuh tempo semakin lama akan semakin tinggi tingkat risikonya, karena pada jangka waktu yang lama, risiko kejadian buruk atau peristiwa yang menyebabkan kinerja perusahaan menurun akan bisa terjadi, namun *yield* yang akan didapatkan semakin tinggi pula. Hal ini berbeda dengan obligasi yang memiliki jangka waktu jatuh tempo yang relatif cukup pendek atau singkat maka akan memiliki risiko yang semakin tinggi, dan *yield* yang didapatkan juga semakin rendah pula.

Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Indarsih (2013), bahwa jatuh tempo obligasi berpengaruh terhadap *yield* obligasi, disebabkan karena semakin panjang jangka waktu obligasi, maka risiko obligasi akan semakin tinggi sehingga para investor akan mengisyaratkan *yield* yang tinggi.

3. Hubungan *Debt to Equity Ratio* terhadap *Yield to Maturity* Sukuk *Ijarah*

Debt to Equity Ratio merupakan rasio hutang terhadap modal atau rasio yang menggambarkan sampai sejauhmana modal pemilik dapat menutupi hutang-hutangnya kepada pihak luar, semakin kecil rasio ini maka akan semakin baik. Para analis dan investor sering menggunakan rasio ini untuk melihat seberapa besar hutang perusahaan bila dibandingkan dengan ekuitas perusahaan (Harahap, 2013:303).

Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Hapsari (2013) bahwa *debt to equity ratio* berpengaruh terhadap *yield* obligasi, karena semakin besar risiko, maka investor akan meminta *yield* yang semakin tinggi. Namun penelitian yang dilakukan oleh Oktavian (2015) menyatakan bahwa *debt to equity ratio* tidak berpengaruh terhadap *yield* obligasi, karena perusahaan yang memiliki ukuran lebih besar atau kegiatan bisnis yang membutuhkan *capital expenditure* yang lebih besar, cenderung perusahaan membutuhkan pembiayaan hutang yang lebih tinggi.

4. Hubungan Tingkat Inflasi terhadap *Yield to Maturity* Sukuk *Ijarah*

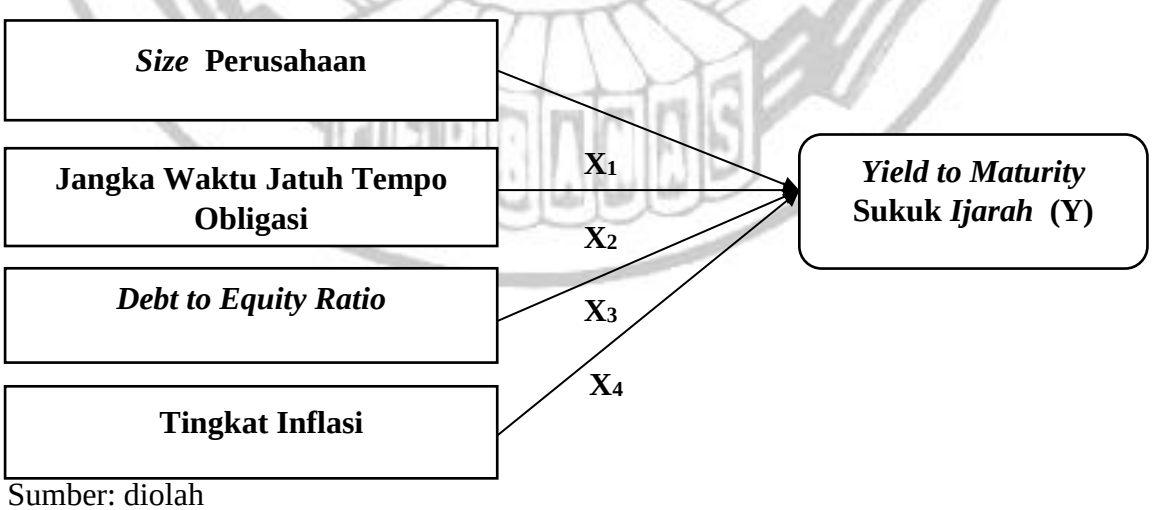
Inflasi merupakan sebagai suatu proses kenaikan harga yang berlaku dalam suatu perekonomian. Tingkat inflasi berbeda dari satu periode ke periode lainnya dan berbeda di setiap negara (Sukirno, 2010:14). Bagi perusahaan penerbit sukuk,

harapannya inflasi akan tertekan karena jumlah dana tunai yang beredar dimasyarakat berkurang karena diendapkan pada sukuk tersebut, sehingga pembeli sukuk akan memperoleh manfaat, yaitu dananya terlindung dari inflasi, dan tingkat inflasi itu sendiri akan menjadi lebih rendah dari sebelumnya, namun inflasi bukan merupakan instrumen untuk meraih keuntungan atau *gain*.

Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Oktavian (2015) dan Pratiwi (2013), bahwa Inflasi yang terus-menerus meningkat akan mengakibatkan investor memgharapkan *yield* yang lebih tinggi, sehingga inflasi berpengaruh terhadap *yield* obligasi, karena ketika inflasi naik maka nilai mata uang di masyarakat akan semakin tinggi pula.

2.3 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan yang telah dijelaskan, maka dapat dibuat sebuah kerangka pemikiran untuk mempermudah dalam memahami pengaruh *size* perusahaan, jangka waktu jatuh tempo obligasi, *debt to equity ratio*, dan tingkat inflasi terhadap *yield to maturity* sukuk *ijarah* yang dapat digambarkan sebagai berikut:



Sumber: diolah

Gambar 2.2
Kerangka Pemikiran

2.4 Hipotesis Penelitian

Dari kerangka pemikiran di atas, maka dapat disimpulkan hipotesis yang akan diajukan peneliti untuk dilakukan pengujian dalam penelitian ini sebagai berikut:

H_1 : *Size* perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *yield to maturity* sukuk *ijarah*

H_2 : Jangka waktu jatuh tempo obligasi berpengaruh signifikan terhadap *yield to maturity* sukuk *ijarah*

H_3 : *Debt to equity ratio* berpengaruh signifikan terhadap *yield to maturity* sukuk *ijarah*

H_4 : Tingkat inflasi berpengaruh signifikan terhadap *yield to maturity* sukuk *ijarah*