

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu yang berkaitan dengan faktor keuangan dan non keuangan yang mempengaruhi peringkat obligasi dan sukuk diantaranya dikutip dari beberapa sumber yaitu :

1. Magreta dan Poppy Nurmawati (2009) melakukan penelitian dengan judul “Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi Ditinjau Dari Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2004-2007” dengan menggunakan delapan variabel (ukuran perusahaan, likuiditas, profitabilitas, *leverage*, produktivitas, jaminan, umur obligasi, dan reputasi auditor), hasil penelitian tersebut menunjukkan hanya terdapat tiga variabel yang dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi, yaitu profitabilitas, produktivitas (faktor akuntansi) dan jaminan (faktor non akuntansi).
2. Ratih Umroh Mahfudhoh (2014) melakukan penelitian dengan judul “Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di PEFINDO 2009-2012” kecuali bank dan lembaga keuangan dengan menggunakan sembilan variabel yaitu ukuran perusahaan, likuiditas, profitabilitas, *leverage*, produktivitas, laba ditahan, pertumbuhan perusahaan, jaminan dan umur obligasi, hasil penelitian tersebut menunjukkan likuiditas, profitabilitas, *leverage*, produktivitas,

pertumbuhan perusahaan, jaminan dan jatuh tempo adalah variabel tidak signifikan untuk menentukan peringkat obligasi, sedangkan variabel yang signifikan adalah ukuran perusahaan dan laba ditahan.

3. Karima Tamara (2013) dalam penelitian yang berjudul “Analisis Model Prediksi Pemeringkatan Obligasi Syariah Perusahaan Dengan Pendekatan Rasio Keuangan Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2011” dengan variabel bebas *leverage*, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas, hasil penelitian menunjukkan bahwa hanya terdapat tiga variabel yang dapat membentuk model prediksi, yaitu likuiditas, profitabilitas, dan produktivitas.
4. Poppy Nurmawati dan Eka Setiawati (2012) dalam penelitian yang berjudul “*Bond Rating* Dan Pengaruhnya Terhadap Laporan Keuangan Pada Perusahaan *Go Public* Yang Listing Di PT. PEFINDO Pada Tahun 2007-2008” dengan variabel *leverage (debt to total asset ratio)*, likuiditas (*current ratio* dan *quick ratio*), solvabilitas (*time interest earned ratio* dan *cash flow to debt ratio*), profitabilitas (*operating profit margin* dan *return on asset*), produktivitas (*total asset turn over*), hasil penelitian menunjukkan bahwa hanya *time interest earned ratio* dan *total asset turn over* yang memiliki pengaruh terhadap *bond rating*, sedangkan *current ratio*, *quick ratio*, *return on asset*, *operating profit margin*, *cash flow to debt ratio*, *debt to total asset ratio*, dan *operating profit margin* tidak berpengaruh terhadap *bond rating*.

5. Damalia Afiani (2013) dalam penelitian yang berjudul “Pengaruh Likuiditas, Produktivitas, Profitabilitas, dan *Leverage* Terhadap Peringkat Sukuk (Studi Empiris pada Bank Umum Syariah dan Unit Usaha Syariah periode 2008-2010)”, hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas dan profitabilitas mempengaruhi peringkat sukuk, sedangkan produktivitas dan *leverage* tidak mempengaruhi peringkat sukuk.
6. Eni Dwi Maharti dan Daljono (2010) dalam penelitian yang berjudul “Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2010” dengan variabel profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, *leverage*, dan jaminan, hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.
7. Ermi Lindarini (2010) dalam penelitian “Kemampuan Rasio Keuangan Dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan Di Indonesia.” Data yang digunakan adalah data obligasi perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007-2008 dengan variabel independent *leverage*, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas, hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas, profitabilitas dan produktivitas yang dapat membentuk model prediksi peringkat obligasi.
8. Nicko Adrian (2011) dalam penelitian yang berjudul “Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi Pada Perusahaan

Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2006-2009” dengan variabel independent *leverage*, profitabilitas, likuiditas dan umur obligasi, hasil penelitian tersebut menunjukkan likuiditas dan umur obligasi berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi, sedangkan *leverage* dan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

9. Enny Dwi Maharti (2011) dalam penelitian yang berjudul “Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2010” dengan variabel profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, *leverage*, dan jaminan, hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.
10. Ni Made Estiyanti dan Gerianta Wirawan Yasa (2012) dalam penelitian yang berjudul “Pengaruh Faktor Keuangan Dan Non Keuangan Pada Peringkat Obligasi Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2011” dengan variabel independent laba operasi, laba ditahan, aliran kas operasi, likuiditas, total aset, *leverage*, umur obligasi dan jaminan, hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa hanya variabel laba ditahan yang berpengaruh positif pada peringkat obligasi, sedangkan variabel lain tidak berpengaruh.

Gambar 2.1
Tabel Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Judul	Variabel yang digunakan	Metode Analisis	Hasil Penelitian
1	Magreta dan Poppy Nurmayanti (2009)	Faktor-faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi ditinjau dari Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2004-2007	Variabel dependent (Y) peringkat obligasi. Variabel independent (X) ukuran perusahaan, likuiditas, profitabilitas, <i>leverage</i> , produktivitas, jaminan, umur obligasi, dan reputasi auditor	Analisis regresi logistik	Profitabilitas, produktivitas dan jaminan dapat membentuk model prediksi peringkat obligasi, ukuran perusahaan, likuiditas, <i>leverage</i> , umur obligasi, dan reputasi auditor tidak dapat membentuk model prediksi peringkat obligasi
2.	Ratih Umroh Mahfudhoh (2014)	Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi pada perusahaan yang terdaftar di PEFINDO 2009-2012 kecuali Bank dan Lembaga Keuangan	Variabel dependent (Y) peringkat obligasi. Variabel independent (X) ukuran perusahaan, likuiditas, profitabilitas, <i>leverage</i> , produktivitas, laba ditahan, pertumbuhan perusahaan, jaminan dan umur obligasi,	<i>Logit regresi</i>	likuiditas, profitabilitas, <i>leverage</i> , produktivitas, pertumbuhan perusahaan, jaminan dan jatuh tempo adalah variabel tidak signifikan untuk menentukan peringkat obligasi, sedangkan variabel yang signifikan adalah ukuran perusahaan dan laba ditahan.
3.	Karima Tamara (2013),	Analisis Model Prediksi Pemeringkatan Obligasi	Variabel dependent (Y) peringkat obligasi syariah. Variabel	<i>Multiple discriminant analysis</i>	Yang dapat membentuk model prediksi, yaitu likuiditas, profitabilitas, dan

		Syariah Perusahaan dengan Pendekatan Rasio Keuangan di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2011	independent (X) <i>leverage</i> , likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, produktivitas		produktivitas.
4.	Poppy Nurmawati dan Eka Setiawati (2012)	<i>Bond Rating</i> dan Pengaruhnya Terhadap Laporan Keuangan pada perusahaan <i>go public</i> yang listing di PT. PEFINDO pada tahun 2007-2008	Variabel dependent (Y) peringkat obligasi. Variabel independent (X) <i>leverage</i> (<i>debt to total asset ratio</i>), likuiditas (<i>current ratio</i> dan <i>quick ratio</i>), solvabilitas (<i>time interest earned ratio</i> dan <i>cash flow to debt ratio</i>), profitabilitas (<i>operating profit margin</i> dan <i>return on asset</i>), produktivitas (<i>total asset turn over</i>)	Analisis regresi linier berganda	<i>time interest earned ratio</i> dan <i>total asset turn over</i> yang memiliki pengaruh terhadap <i>bond rating</i> , sedangkan <i>current ratio</i> , <i>quick ratio</i> , <i>return on asset</i> , <i>operating profit margin</i> , <i>cash flow to debt ratio</i> , <i>debt to total asset ratio</i> , dan <i>operating profit margin</i> tidak berpengaruh terhadap <i>bond rating</i> .
5.	Damalia Afiani (2013)	Pengaruh Likuiditas, Produktivitas, Profitabilitas, dan <i>Leverage</i> Terhadap Peringkat Sukuk (Studi Empiris pada Bank Umum Syariah dan Unit Usaha Syariah)	Variabel dependent (Y) peringkat sukuk. Variabel independent (X) Likuiditas, Produktivitas, Profitabilitas, <i>Leverage</i>	Uji model regresi (uji F), uji koefisien secara parsial (uji t)	likuiditas dan profitabilitas mempengaruhi peringkat sukuk, sedangkan produktivitas dan <i>leverage</i> tidak mempengaruhi peringkat sukuk

		periode 2008-2010)			
6.	Eni Dwi Maharti dan Daljono (2010)	Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2010	Variabel dependent (Y) peringkat obligasi. Variabel independent (X) profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, <i>leverage</i> , jaminan	<i>Ordinal regression</i>	tidak ada variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi
7.	Ermi Lindarini (2010)	Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan di Indonesia (obligasi perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007-2008)	Variabel dependent (Y) peringkat obligasi. Variabel independent (X) <i>leverage</i> , likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, produktivitas	Analisis diskriminasi	likuiditas, profitabilitas dan produktivitas yang dapat membentuk model prediksi peringkat obligasi
8.	Nicko Adrian (2011),	Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2006-2009	Variabel dependent (Y) peringkat obligasi. Variabel independent (X) <i>leverage</i> , profitabilitas, likuiditas umur obligasi	Analisis regresi logistik	likuiditas dan umur obligasi berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi, sedangkan <i>leverage</i> dan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi

9.	Enny Dwi Maharti (2011)	Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2010	Variabel dependent (Y) peringkat obligasi. Variabel independent (X) profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, <i>leverage</i> , jaminan	<i>Ordinal regression</i>	tidak ada variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi
10.	Ni Made Estiyanti dan Gerianta Wirawan Yasa (2012)	Pengaruh Faktor Keuangan dan Non Keuangan pada Peringkat Obligasi di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2011	Variabel dependent (Y) peringkat obligasi. Variabel independent (X) laba operasi, laba ditahan, aliran kas operasi, likuiditas, total aset, <i>leverage</i> , umur obligasi jaminan	<i>Ordinal logistik regression</i>	variabel laba ditahan yang berpengaruh positif pada peringkat obligasi, sedangkan variabel lain tidak berpengaruh

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Obligasi

2.2.1.1 Pengertian

Pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang diperjualbelikan. Dalam pasar modal dikenal dua instrumen keuangan yaitu instrumen keuangan yang bersifat penyertaan atau ekuitas yang dikenal dengan saham (*stock*) dan instrumen yang berpendapatan tetap (*fixed income*) atau instrument hutang jangka panjang yang disebut obligasi (*bond*).

Tandelilin (2001:135) menyebutkan bahwa obligasi adalah surat tanda bukti bahwa investor pemegang obligasi memberikan pinjaman utang bagi emiten penerbit obligasi. Oleh karena itu, emiten obligasi akan memberikan kompensasi bagi investor pemegang obligasi, berupa kupon yang dibayarkan secara periodik terhadap investor. Dengan demikian, obligasi bisa dikatakan sebagai salah satu instrumen pasar modal yang memberikan pendapatan tetap bagi pemegangnya. Perusahaan penerbit obligasi berkewajiban untuk membayarkan bunga dalam jumlah tertentu secara periodik selama obligasi tersebut belum jatuh tempo, dan juga melakukan pembayaran kembali nilai prinsipal obligasi tersebut pada saat jatuh tempo yang telah ditentukan.

Obligasi menurut Fabozzi dalam Ginting (2010:8) “*is a debt instrument requiring the issuer (also called the debtor or borrower) to repay to the lender/investor the amount borrowed plus interest over a*

specified period of time". Obligasi (*bond*) merupakan sekuritas yang diterbitkan sehubungan dengan perjanjian pinjaman. Pihak peminjam menerbitkan obligasi kepada pihak pemilik dana dengan imbalan sejumlah uang. Jadi, obligasi tersebut merupakan surat pernyataan utang dari pihak peminjam. Obligasi yang timbul dari suatu kontrak dikenal sebagai indenture obligasi (*bond indenture*) dan merupakan janji untuk membayar :

- a. Sejumlah uang yang sudah ditetapkan pada tanggal jatuh tempo.
- b. Bunga periodik pada tingkat tertentu atas jumlah yang jatuh tempo.

Obligasi memiliki karakteristik khusus yang membedakan dengan instrumen saham lain. Tandelilin (2001:135) menyebutkan karakteristik obligasi dapat dilihat dari beberapa hal sebagai berikut ini:

- a. Nilai Intrinsik

Nilai intrinsik suatu obligasi merupakan nilai teoritis dari suatu obligasi. Nilai intrinsik bisa diperoleh dari hasil estimasi nilai saat ini dari semua aliran kas ke obligasi di masa yang akan datang. Nilai intrinsik obligasi dipengaruhi oleh tingkat kupon yang diberikan, waktu jatuh tempo dan nilai prinsipalnya.

- b. Tipe Penerbitannya

Obligasi dapat mempunyai tipe jaminan (*collateral*) dan urutan klaim yang berbeda-beda. Emiten bisa menerbitkan obligasi dengan menggunakan jaminan aset riil tertentu yang dimiliki perusahaan ataupun tanpa menggunakan jaminan. Obligasi tanpa jaminan

umumnya diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan yang sudah mempunyai kredibilitas baik.

c. *Bond Indentures*

Indentures adalah dokumen legal yang memuat hak-hak pemegang obligasi maupun emiten obligasi. Dokumen tersebut akan memuat spesifikasi tertentu seperti jatuh tempo obligasi, waktu pembayaran bunga dan batasan pemberian dividen bagi para pemegang saham perusahaan.

d. *Call Provision*

Call provision adalah hak emiten obligasi untuk melunasi obligasi sebelum waktu jatuh tempo. *Call provision* akan dilaksanakan oleh emiten jika tingkat suku bunga pasar di bawah tingkat kupon obligasi. Hal ini dilakukan untuk mengurangi biaya modal perusahaan, akibat kewajiban membayar bunga di atas pasar bunga yang berlaku.

2.2.1.2 Jenis-jenis Obligasi

Obligasi memiliki beberapa jenis yang berbeda, yaitu (Bursa Efek Indonesia):

a. Dilihat dari sisi penerbit :

1) *Corporate bonds* merupakan obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan, baik itu perusahaan yang berbentuk Badan Usaha Milik Negara (BUMN), atau badan usaha swasta. *Corporate bond* memiliki risiko gagal bayar. Jika perusahaan yang

menerbitkannya mengalami masalah, maka mungkin saja perusahaan tersebut tidak dapat membayar bunga dan pokok pinjaman yang dijanjikan.

2) *Government bond* adalah obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah pusat. Obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah pusat ini tidak memiliki risiko gagal bayar seperti pada *corporate bond*.

3) *Municipal bond* merupakan obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah daerah untuk membiayai proyek-proyek yang berkaitan dengan kepentingan publik (*public utility*).

b. Dilihat dari sistem pembayaran bunga (Bursa Efek Indonesia):

1) *Zero coupon bond* yaitu obligasi yang tidak melakukan pembayaran bunga secara periodik. Pembayaran bunga dan pokok pinjaman akan dilakukan pada saat yang bersamaan pada saat obligasi telah jatuh tempo.

2) *Coupon bond* adalah obligasi dengan kupon. Kupon obligasi tersebut dapat diuangkan secara periodik pada waktu pembayaran bunga sesuai dengan ketentuan penerbitnya.

3) *Fixed coupon bond* merupakan obligasi dengan tingkat kupon bunga yang telah ditetapkan sebelum masa penawaran di pasar perdana dan akan dibayarkan secara periodik.

4) *Floating coupon bond* adalah obligasi dengan tingkat kupon bunga yang dapat berubah-ubah berdasarkan acuan tertentu.

c. Dilihat dari hak opsi atau penukaran (Bursa Efek Indonesia):

- 1) *Convertible bonds* adalah obligasi yang memberikan hak kepada pemegang obligasi untuk mengkonversikan obligasi tersebut menjadi sejumlah saham milik penerbitnya. *Convertible bonds* memiliki suku bunga kupon yang lebih rendah daripada *non-convertible bonds*, tetapi menawarkan kesempatan kepada *bondholders* untuk mendapatkan keuntungan modal sebagai ganti dari suku bunga yang lebih rendah.
- 2) *Exchangeable bonds* adalah obligasi yang memberikan hak kepada *bondholders* untuk menukar obligasi perusahaan menjadi sejumlah saham perusahaan afiliasi milik penerbitnya.
- 3) *Callable bonds* adalah obligasi yang memberikan hak kepada emiten untuk menebus atau menarik obligasi tersebut sebelum jatuh temponya.
- 4) *Putable bonds* adalah obligasi yang memberikan hak kepada *bondholders* yang mengharuskan emiten untuk membeli kembali obligasi pada harga tertentu meskipun belum jatuh tempo.

d. Dilihat dari segi jaminan atau kolateralnya (Bursa Efek Indonesia):

- 1) *Secured bonds* adalah obligasi yang dijamin dengan kekayaan tertentu dari penerbitnya atau dengan jaminan lain dari pihak ketiga. Yang termasuk dalam kelompok ini adalah :
- 2) *Guaranteed bonds* merupakan obligasi yang pembayaran bunga serta pokoknya dijamin dengan penanggungan dari pihak ketiga

3) *Mortgage bonds* merupakan obligasi yang pelunasan bunga serta pokoknya dijamin dengan agunan hipotik atas properti atau aset tetap.

4) *Collateral trust bonds* adalah obligasi yang dijamin dengan efek yang dimiliki penerbit dalam portofolionya, misalnya saham-saham anak perusahaan yang dimilikinya.

e. Dilihat dari segi nilai nominalnya (Bursa Efek Indonesia):

1) Konvensional *bonds* adalah obligasi yang lazim diperjualbelikan dalam satu nominal, misalnya Rp 1 miliar per satu lot.

2) Retail *bonds* merupakan obligasi yang diperjualbelikan dalam satuan nilai nominal yang kecil, baik itu *corporate bonds* maupun *government bonds*

f. Dilihat dari segi perhitungan imbal hasilnya (Bursa Efek Indonesia):

1) Obligasi konvensional adalah obligasi yang perhitungannya menggunakan sistem kupon.

2) Obligasi syariah merupakan obligasi yang perhitungan imbal hasilnya dengan menggunakan perhitungan bagi hasil. Dalam perhitungan ini dikenal dua macam obligasi syariah, yaitu:

a) Obligasi syariah *mudharabah*, merupakan obligasi syariah yang menggunakan akad bagi hasil sehingga pendapatan yang diperoleh investor atas obligasi tersebut diperoleh setelah mengetahui pendapatan emiten.

- b) Obligasi syariah *ijarah* merupakan obligasi syariah yang menggunakan akad sewa sehingga kupon (*fee ijarah*) bersifat tetap dan bisa diketahui sejak awal obligasi diterbitkan.

2.2.1.3 Manfaat dan Kelemahan Obligasi

Obligasi memiliki manfaat dan kelemahan (Sunaryah, 2006:227). Beberapa manfaat obligasi diantaranya:

- a. Tingkat bunga obligasi bersifat konsisten, dalam arti tidak dipengaruhi harga pasar obligasi.
- b. Pemegang obligasi dapat memperkirakan pendapatan yang akan diterima, sebab dalam kontrak perjanjian sudah ditentukan secara pasti hak-hak yang akan diterima pemegang obligasi.
- c. Investasi obligasi dapat pula melindungi resiko pemegang obligasi dari kemungkinan terjadinya inflasi.
- d. Obligasi dapat digunakan sebagai agunan kredit bank dan untuk membeli instrumen aktiva lain.

Sedangkan berbagai bentuk kelemahan obligasi sangat bervariasi, tergantung pada stabilitas suatu perekonomian negara. Beberapa ini adalah kelemahan obligasi:

- a. Tingkat bunga. Tingkat bunga pasar keuangan dengan harga obligasi mempunyai hubungan negatif, apabila harga obligasi naik maka tingkat bungan akan turun, dan sebaliknya.

- b. Obligasi merupakan instrumen keuangan yang sangat konservatif, sehingga menghasilkan *yield* yang cukup baik, dengan resiko rendah.
- c. Tingkat likuiditas obligasi rendah. Hal ini dikarenakan pergerakan harga obligasi, khususnya apabila harga obligasi menurun.
- d. Resiko penarikan. Apabila dalam kontrak perjanjian obligasi ada persyaratan penarikan obligasi, perusahaan dapat menarik obligasi sebelum jatuh tempo dengan membayar sejumlah premi.
- e. Resiko kecurangan. Apabila perusahaan penerbit mempunyai masalah likuiditas dan tidak mampu melunasi kewajibannya ataupun mengalami kebangkrutan maka pemegang obligasi akan menderita kerugian.

2.2.1.4 Obligasi dalam Pandangan Islam

Obligasi pada hakikatnya adalah sebuah hutang dalam bentuk surat kepemilikan hutang yang diterbitkan perusahaan untuk memperoleh dana dari investor. Jika seseorang meminjamkan sesuatu kepada orang lain dan mengharapkan atau dijanjikan kembali lebih besar dari sesuatu yang ia pinjamkan, maka itu adalah riba. Allah SWT jelas sekali melarang praktek riba. Dalam petikan QS Al-Baqarah: 275 disebutkan:

وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا

“Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba.” QS Al-Baqarah:275)

Dalam QS Ali Imran: 130 Allah SWT juga menegaskan pelarangan praktek riba:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بَرِبَةً مِّمَّا كُنْتُمْ تَكْسِبُ
وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ

“Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu memakan Riba dengan berlipat gandan bertakwalah kamu kepada Allah supaya kamu mendapat keberuntungan.” (QS Ali Imran: 130)

Adapun jual beli obligasi yang dikeluarkan oleh perusahaan-perusahaan yang tidak menginvestasikan dalam pembangunan proyek-proyek produktif, tetapi dimanfaatkan dana yang terkumpul untuk kegiatan ribawi (kredit dengan sistem bunga) maka tidak boleh (haram) menurut agama, karena pemegang obligasi statusnya sama dengan pembeli kredit dengan bunga yang sudah ditentukan. Sebaliknya jual beli obligasi yang dikeluarkan oleh pemerintah untuk membiayai proyek-proyek yang produktif; pertanian, perkebunan, industri dan lain sebagainya, maka diperbolehkan agama, karena presentase keuntungan yang akan diterima oleh pemilik obligasi itu adalah hasil *mudharabah*, yakni bagi hasil antara pemilik modal (obligor) dengan pelaksana usaha yang dalam hal ini pemerintah (Salam, 2012).

2.2.2 Sukuk

2.2.2.1 Pengertian

Menurut fatwa yang dikeluarkan oleh Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN MUI) No.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah dijelaskan bahwa yang dimaksud dengan obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten membayar pendapatan pada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo (Huda dan Nasution, 2007:87-88).

Sementara pendapatan investasi yang dibagikan emiten kepada pemegang obligasi syariah harus bersih dari unsur nonhalal. Mengenai bagi hasil (nisbah) antara emiten dan pemegang sukuk, diatur bahwa nisbah keuntungan dalam obligasi syariah *mudharabah* ditentukan sesuai kesepakatan dengan ketentuan pada saat jatuh tempo, akan diperhitungkan secara keseluruhan.

Obligasi syariah biasa juga disebut sukuk. Sukuk berasal dari bahasa Arab *shukuuk*, jamak dari *shakk* (Beik, 2007), yang berarti instrumen legal, amal, cek. Sukuk dapat pula diartikan dengan efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan, yang paling tidak terbagi atas kepemilikan aset berwujud tertentu; nilai manfaat dan jasa

atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu atau kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

2.2.2.2 Jenis-jenis Sukuk

Menurut AAOIFI (*the Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*) via Depkeu (2010), terdapat banyak jenis sukuk yang dikenal secara internasional, diantaranya:

- a. Sukuk *ijarah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *ijarah*, yang satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak guna (manfaat) suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga sewa dan periode sewa yang disepakati tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset itu sendiri.
- b. Sukuk *mudharabah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *mudharabah* yang merupakan satu bentuk kerjasama, yang satu pihak menyediakan modal (*rabb al-mal*) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (*mudharib*), keuntungan dari kerja sama tersebut akan dibagi berdasarkan perbandingan yang telah disetujui sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal.
- c. Sukuk *musyarakah* yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *musyarakah* yang merupakan suatu bentuk kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk menggabungkan modal yang digunakan untuk membangun proyek baru, mengembangkan

proyek yang telah ada atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan atau kerugian yang timbul akan ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing.

- d. Sukuk *istishna'*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *istishna'* yang merupakan suatu bentuk perjanjian jual beli antara para pihak untuk pembiayaan suatu proyek. Adapun cara, jangka waktu, dan harga ditentukan berdasarkan kesepakatan para pihak.

Pramono dan Setiawan (2008:8) mengemukakan paling tidak terdapat enam akad penting yang dapat menjadi basis pengembangan obligasi syariah. Empat diantaranya seperti yang telah disebutkan di atas yaitu *ijarah*, *mudhrabah*, *musyarakah* dan *istishna'*, dua yang lainnya adalah *murabahah* yaitu akad jual beli barang yang pembeli dapat membayar harga barang yang disepakati pada jangka waktu tertentu yang telah disepakati, penjual dapat menambah margin pada harga pokok barang yang dijual tersebut, dan *salam* yang merupakan kontrak jual beli barang dengan cara pemesanan dan pembayaran harga lebih dahulu dengan syarat-syarat tertentu.

2.2.2.3 Perbedaan Sukuk dan Obligasi

Menurut Hamidi (2003:22) dalam harga penawaran, jatuh tempo, pokok obligasi saat jatuh tempo, dan rating antara sukuk dan obligasi tidak ada bedanya, perbedaan keduanya terdapat pada pendapatan dan *return*. Sedangkan Pramono dan Setiawan (2008:8)

mengemukakan perbandingan kedua obligasi tersebut di atas dengan memasukkan sukuk *mudharabah* dan *ijarah* sebagai berikut:

Gambar 2.2
Tabel Perbandingan Obligasi dan Sukuk

	Obligasi	Sukuk <i>Mudharabah</i>	Sukuk <i>Ijarah</i>
Akad (transaksi)	Tidak ada	<i>Mudharabah</i> (bagi hasil)	<i>Ijarah</i> (sewa/lease)
Jenis transaksi	-	<i>Uncertainty contract</i>	<i>Certainty contract</i>
Sifat harga penawaran	Surat hutang 100%	investasi 100%	Investasi 100%
Pokok obligasi saat jatuh tempo	100%	100%	100%
Kupon	Bunga	Pendapatan/ bagi hasil	Imbalan/fee
Return	Float/tetap	Indikatif berdasarkan pendapatan	Ditentukan sebelumnya
Fatwa DSN	Tidak ada	No.22/DSN-MUI/IX/2002	No.41/DSN-MUI/III/2004
Jenis investor	Konvensional	Syariah/konvensional	Syariah/konvensional

Sumber: Pramono dan Setiawan (2008:8)

Selain itu, hal yang membedakan obligasi dengan sukuk adalah pada mekanisme pemberian imbalan yang mana di dalam obligasi disebut kupon. Misalnya di dalam sukuk *ijarah*, imbalan (*ujrah*) dalam hal sewa menyewa barang yang berwujud (*ijarah 'ain*) disyaratkan upah harus diketahui jenis, kadar, dan sifatnya, layaknya harga dalam akad jual beli. Karena *ijarah* merupakan akad yang berorientasi keuntungan, yaitu tidak sah menyebutkan nilai kompensasi layaknya nilai jual beli. Apabila imbalan tersebut berupa barang yang berwujud, *mustajir* cukup dengan melihatnya, meskipun itu diperuntukkan

sebagai kompensasi manfaat tertentu atau dalam bentuk tanggungan. Serah terima *ujrah* dalam sewa menyewa barang secara langsung tidak wajib dilakukan di tempat akad. Berbeda dengan akad *ijarah* dalam bentuk tanggungan. Dengan demikian *musta'jir* berhak atas hak guna pakai barang yang telah disepakati dalam akad (al-Zuhaili, 2010:43).

2.2.2.4 Aspek Hukum Sukuk

Menurut Raharjo (2003:142) dasar hukum obligasi di Indonesia adalah sebagai berikut:

- a. Pendapat ulama tentang keharaman bunga (*interest*).
- b. Pendapat ulama tentang keharaman obligasi yang penghasilannya berbentuk bunga (kupon).
- c. Pendapat ulama tentang obligasi syariah yang menggunakan prinsip *mudharabah*, *murabahah*, *musyarakah*, *istishna* dan *salam*.
- d. Fatwa DSN No.20/DSN/IV/2001 mengenai Pedoman Pelaksanaan Investasi Reksadana Syariah.
- e. Fatwa DSN No.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah.

Fatwa DSN No.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang sukuk (obligasi syari'ah adalah surat berharga berjangka panjang berdasarkan prinsip syari'ah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah, tersebut berupa bagi hasil/margin/*fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Karakteristik dan istilah sukuk merupakan pengganti dari istilah sebelumnya yang menggunakan istilah *bond*, dimana istilah *bond* mempunyai makna *loan* (hutang) dengan

menambahkan *Islamic* maka kontradiktif maknanya karena biasanya yang mendasari mekanisme hutang (*loan*) adalah *interest* (bunga), sedangkan dalam Islam bunga tersebut termasuk riba yang diharamkan. Untuk itu sejak tahun 2007 istilah *bond* ditukar dengan istilah sukuk sebagaimana disebutkan dalam peraturan di Bapepam (Al-farouqy, 2013).

Adapun landasan hukum yang menjadi pegangan DSN-MUI dalam menetapkan bolenya penggunaan sukuk adalah (Firdaus, dkk, 2005:77-79):

a. QS Al Maidah ayat 1:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوفُوا بِالْعُقُودِ ...

“Hai orang-orang yang beriman, penuhilah aqad-aqad itu.”(QS Al-Maidah: 1)

b. QS Al-Isra ayat 34:

... وَأَوْفُوا بِالْعَهْدِ إِنَّ الْعَهْدَ كَاتِبٌ مَسْئُولٌ

“... dan penuhilah janji; Sesungguhnya janji itu pasti diminta pertanggungan jawabnya.”(QS AL-Isra: 34)

Dalam dua ayat di atas ada kaitannya dengan transaksi sukuk. Sukuk dengan menggunakan akad-akad tertentu seperti *mudharabah* dan *musyarakah* maka harus dipenuhi perjanjian-perjanjian yang telah disepakati oleh emiten dan investor, seperti penentuan besarnya bagi hasil dan periode pembayarannya.

- a. H.R at-Tirmidzi, *“Perdamaian dapat dilakukan diantara kaum muslimin kecuali perdamaian yang mengharamkan yang halal atau mengharamkan yang haram; dan kaum muslimin terikat dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram”*.
- b. H.R Ibnu Majah, *“Tidak boleh membahayakan diri sendiri dan diri orang lain.”*

Dalam dua hadits di atas jika dikaitkan dengan sukuk, apabila dalam transaksi sukuk terjadi kecacatan seperti emiten mengalami *default risk* sehingga tidak mampu mengembalikan dana investor ketika jatuh tempo, maka penyelesaiannya bisa diambil jalan damai melalui wali amanat yang telah ditunjuk emiten untuk melakukan perundingan dengan investor. Dalam perdamaian ini, emiten tidak boleh memberi keputusan yang merugikan investor.

- a. Kaidah Fiqh: *“Pada dasarnya semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya”*;
“Kesulitan dapat menarik kemudahan”;
“Sesuatu yang berlaku berdasarkan adat/ kebiasaan sama dengan sesuatu yang berlaku berdasarkan syara (selama tidak bertentangan dengan syariah).”

Kaedah fiqh yang pertama menunjukkan bahwasanya transaksi sukuk boleh dilakukan karena tidak ada dalil yang mengharamkan dan mekanismenya sesuai dengan syariat Islam, berbeda dengan obligasi

yang mengandung riba yang jelas-jelas terdapat dalil yang melarangnya (QS Al-Baqarah: 275). Sedangkan dalam kaedah kedua menunjukkan kebolehan transaksi sukuk, dimisalkan seseorang yang kesulitan dana untuk menjalankan suatu usaha, dalam keadaan seperti itu, maka dia boleh berhutang kepada orang lain yang bersedia memberikan hutang untuk usahanya tersebut, dan di sinilah maksud dari makna ‘kemudahan’ tersebut. Pada kaedah yang ketiga menunjukkan adanya suatu kebiasaan dalam bertransaksi, dimisalkan dalam mekanisme sukuk yang pada dasarnya hutang. Dalam beberapa kasus, ada emiten yang memberikan jaminan atas sukuk yang dikeluarkan dengan tujuan menarik minat investor dan meyakinkan investor bahwa dana atas sukuk yang dikeluarkan akan dilunasi pada saat jatuh tempo. Walaupun dalam transaksi utang piutang tidak disyaratkan harus ada jaminan, namun transaksi seperti ini boleh dilakukan karena tidak bertentangan dengan syariat.

2.2.3 Peringkat Obligasi dan Sukuk

Kelayakan kredit dari instrumen utang yang diperdagangkan secara publik sering kali dinilai berdasarkan peringkat kredit yang diberikan oleh badan pemeringkat obligasi. PT Pefindo merupakan salah satu lembaga pemeringkat yang memberikan penilaian objektif, independen, terpercaya terhadap surat utang yang ditawarkan kepada masyarakat melalui peringkat risiko surat utang (Setiawan dan Shanti dalam Ginting 2007:14).

Rating obligasi di Indonesia dilakukan oleh PT Pemerintah Efek Indonesia (PEFINDO) yang didirikan pada tahun 1993. Rating dilakukan untuk mengevaluasi risiko instrument utang. Dengan demikian, saham tidak dirating oleh PEFINDO. Rating dilakukan melalui dua tahap. Tahap pertama, analisis PEFINDO menyiapkan review internal terhadap perusahaan yang mengeluarkan instrumen utang. Analisis tersebut kemudian menyajikan review ke manajemen PEFINDO untuk didiskusikan. Tahap kedua, rekomendasi rating diberikan kepada komite rating kemudian akan menentukan rating perusahaan tersebut. Komite rating terdiri dari analisis dan manajemen PEFINDO, ditambah dua orang dari luar PEFINDO dengan tujuan untuk menjaga objektivitas, profesionalisme, dan independensi rating (PEFINDO, 2 September 2014). Tabel berikut ini menyajikan rating obligasi:

Gambar 2.3
Tabel Peringkat Obligasi

Simbol	Arti
idAAA	Efek utang jangka panjang dengan peringkat idAAA didukung oleh obligor yang memiliki kemampuan paling kuat dibanding obligor Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial atas efek hutang tersebut. Pengaruh dari memburuknya perkembangan perekonomian, bisnis, dan keuangan terhadap kemampuan obligor untuk memenuhi kewajiban finansial atas efek hutang tersebut adalah minimal
idAA	Efek hutang jangka panjang dengan peringkat idAA didukung oleh obligor yang memiliki kemampuan paling kuat dibanding obligor Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial atas efek hutang tersebut. Kemampuan obligor untuk memenuhi kewajiban finansial atas efek hutang tersebut tidak terlalu terpengaruh oleh memburuknya perkembangan perekonomian, bisnis, dan keuangan.

idA	Efek hutang jangka panjang dengan peringkat idA didukung oleh obligor yang memiliki kemampuan yang kuat dibanding obligor Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial atas efek hutang tersebut. Kemampuan obligor untuk memenuhi kewajiban finansial atas efek hutang tersebut cukup terpengaruh oleh memburuknya perkembangan perekonomian, bisnis, dan keuangan.
idBBB	Efek hutang jangka panjang dengan peringkat idBBB didukung oleh obligor yang memiliki kemampuan yang memadai dibanding obligor Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial atas efek hutang tersebut. Kemampuan obligor untuk memenuhi kewajiban finansial atas efek hutang tersebut lebih terpengaruh oleh memburuknya perkembangan perekonomian, bisnis, dan keuangan dibanding obligor dengan peringkat lebih tinggi.
idBB	Efek hutang dengan peringkat idBB didukung oleh obligor yang memiliki kemampuan yang agak lemah dibanding obligor Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial atas efek hutang tersebut. Kemampuan obligor untuk memenuhi kewajiban finansial atas efek hutang tersebut sangat terpengaruh oleh memburuknya perkembangan perekonomian, bisnis, dan keuangan.
idB	Efek hutang jangka panjang dengan peringkat idB didukung oleh obligor yang memiliki kemampuan yang lemah dibanding obligor Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial atas efek hutang tersebut. Pemburukan kondisi perekonomian, bisnis, dan keuangan dapat berakibat pada ketidakmampuan obligor untuk memenuhi kewajiban finansial atas efek hutang tersebut.
idCCC	Efek hutang jangka panjang dengan peringkat idCCC menandakan terdapat risiko besar bahwa obligor tidak mampu memenuhi kewajiban finansial atas efek hutang tersebut serta sangat bergantung pada perbaikan kondisi perekonomian, bisnis serta keuangan.
idD	Efek hutang jangka panjang dengan peringkat idD menandakan obligor gagal memenuhi kewajiban finansial atas efek hutang pada saat jatuh tempo tersebut. Peringkat idD ini akan diberikan tanpa menunggu sampai masa tenggang berakhir, kecuali PEFINDO yakin obligor akan mampu memenuhi kewajibannya dalam masa tenggang yang ditetapkan. Peringkat idD juga dapat diberikan kepada obligor yang sudah mengajukan pailit atau berhenti berusaha.

Hasil pemeringkatan dari idA sampai dengan idB dapat dimodifikasi dengan menambahkan tanda **tambah (+)** atau tanda **kurang (-)** untuk menunjukkan kekuatan relative obligor dalam suatu kategori peringkat tertentu. Id merupakan simbol untuk peringkat efek dalam negeri. Untuk efek syariah ditambahkan (sy) setelah peringkat.

Sumber: Hanafi (2004:476-477)

2.2.4 Faktor Keuangan dan Non Keuangan

Sharpe, dkk (2005,360) mengungkapkan bahwa untuk obligasi perusahaan, peringkat yang lebih baik biasanya terkait dengan:

- a. *Financial leverage* (rasio total hutang terhadap aset) yang lebih rendah: contohnya, memiliki lebih rendah *debt-to-total-assets* (atau *debt-to-equity*) ratio dan lebih tinggi *current (quick) ratio* (yakni *current asset* dibagi dengan *current liabilities* atau, pada kasus *quick ratio*, *current asset* kecuali *inventori* dibagi dengan *liabilities*).
- b. Lebih besarnya ukuran perusahaan: contohnya memiliki lebih besar jumlah aset total.
- c. Lebih besar dan lebih mantapnya laba: contohnya, memiliki secara konsisten *rate of return* yang tinggi atas ekuitas atau *rate of return* atas aset total (sering laba sebelum bunga dan pajak digunakan sebagai pembilang rasio tersebut sewaktu mengevaluasi utang perusahaan) dan *coverage ratio*, seperti *time interest earned* (diukur dengan laba sebelum bunga dan pajak dibagi dengan bunga).
- d. Lebih besarnya aliran kas: contohnya memiliki rasio yang besar atas aliran kas terhadap utang.
- e. Tidak ada subordinasi terhadap penerbitan hutang lain.

2.2.4.1 Faktor Keuangan

a. Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam membayar hutangnya yang harus segera dipenuhi dengan aktiva lancar. Menurut Kasmir (2012:128) ketidakmampuan perusahaan membayar kewajibannya terutama utang jangka pendek (yang sudah jatuh tempo) disebabkan oleh berbagai faktor. Pertama bisa karena perusahaan tidak memiliki dana sama sekali. Atau kedua bisa karena perusahaan memiliki dana namun dananya tidak mencukupi. Sementara itu, menurut Munawir (2002:94) perusahaan dikatakan dapat dipercaya memenuhi kewajiban jangka pendeknya jika *current ratio* minimal 200% atau dua dibanding satu.

Risiko likuiditas berkaitan dengan kecepatan suatu sekuritas yang diterbitkan perusahaan bisa diperdagangkan di pasar sekunder. Semakin cepat suatu sekuritas diperdagangkan, semakin likuid suatu sekuritas tersebut, demikian sebaliknya semakin tidak likuid suatu sekuritas semakin besar pula risiko likuiditas yang dihadapi perusahaan (Tandelilin, 2001:50).

b. Leverage

Rasio *leverage* digunakan untuk mengukur keseimbangan proporsi antara aktiva yang didanai oleh kreditor (utang) dan yang didanai oleh pemilik perusahaan (ekuitas). Penggunaan hutang itu

sendiri bagi perusahaan mengandung tiga dimensi (Bearley dkk, 2008:76):

- 1) Pemberian kredit akan menitikberatkan pada besarnya jaminan atas kredit yang diberikan.
- 2) Dengan penggunaan hutang maka perusahaan akan mendapatkan keuntungan yang meningkat.
- 3) Dengan menggunakan hutang maka pemilik memperoleh dana dan tidak kehilangan kendali perusahaan. Para investor maupun kreditor akan mendapatkan manfaat sepanjang laba atas hutang perusahaan melebihi biaya bunga dan apabila terjadi kenaikan pada nilai pasar sekuritas.

Semakin besar rasio *leverage* pada suatu perusahaan, semakin besar pula resiko kegagalan perusahaan. Semakin rendah *leverage* perusahaan, semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan (Raharja dan Sari, 2008). Hal itu mengindikasikan perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi cenderung memiliki kemampuan yang rendah dalam memenuhi kewajibannya.

c. Profitabilitas

Rasio profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dalam hubungannya dengan tingkat penjualan, aset, maupun modal saham sendiri. Rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan (Kasmir, 2012:196).

Keuntungan yang diperoleh perusahaan mengindikasikan bahwa kondisi keuangan emiten baik. Tingkat profitabilitas yang tinggi dapat mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk *going concern* dan pelunasan kewajiban. Sejati (2010) menyatakan bahwa ketika laba perusahaan tinggi maka peringkat obligasi juga tinggi. Hal itu dikarenakan laba perusahaan dapat digunakan untuk melunasi kewajiban perusahaan termasuk obligasi. Dengan demikian tingkat profitabilitas dapat digunakan sebagai pengukur risiko *default* perusahaan.

d. Kupon dan Bagi Hasil

Suku bunga kupon pada obligasi menunjukkan besarnya presentase bunga terhadap nilai nominal obligasi yang akan dibayar setiap tahun (Keown dkk, 2008:236). Kupon obligasi menunjukkan pendapatan bunga yang akan diperoleh oleh pemegang obligasi dari perusahaan penerbit obligasi (emiten) selama umur obligasi (Tandelilin, 2001:136). Kupon pada obligasi ini merupakan konsistensi emiten yang harus diberikan kepada investor sebagai imbalan atas sejumlah danayang telah diinvestasikan oleh investor. Kupon biasanya akan dibayarkan oleh emiten secara periodik dan sering disebut dengan pendapatan kupon, pendapatan bunga, atau *yield* nominal.

Bagi hasil adalah sebutan untuk imbalan atas investasi sukuk. Bagi hasil merupakan konsistensi emiten yang harus diberikan kepada investor sebagai imbalan atas jasa pinjaman dana yang diberikan

investor untuk dikelola oleh emiten. Berbeda dengan kupon, bagi hasil tidak bersifat tetap, sesuai dengan pendapatan dari dana investor yang dikelola oleh perusahaan. Arisanti (2014) menyatakan bahwa tinggi rendahnya suatu bagi hasil pada sukuk tidak berpengaruh terhadap prediksi peringkat sukuk di Indonesia.

2.2.4.2 Faktor Non Keuangan

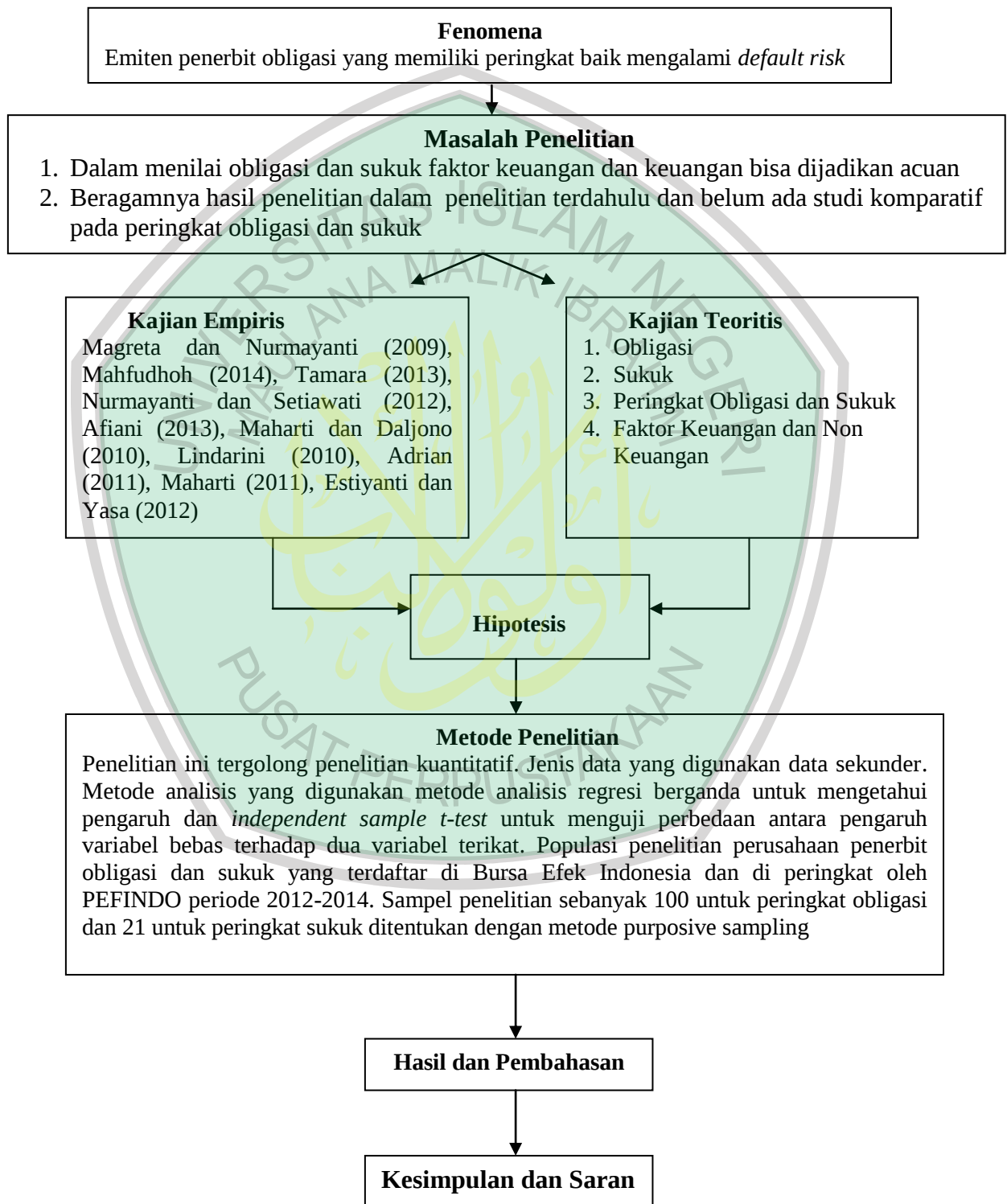
a. Umur Obligasi

Batas waktu dari obligasi menunjukkan lamanya waktu sampai penerbit obligasi mengembalikan nilai nominal obligasi ke pemegang obligasi dan berakhirnya atau ditebusnya obligasi tersebut (Keown dkk, 2008:236). Ada dua tipe jatuh tempo obligasi. Tipe yang paling umum adalah *term bond*, yaitu obligasi yang mempunyai satu waktu jatuh tempo. Sedangkan tipe yang lain adalah *serial obligation bond*, yaitu obligasi yang mempunyai waktu jatuh tempo lebih dari sekali (Tandelilin, 2001:136).

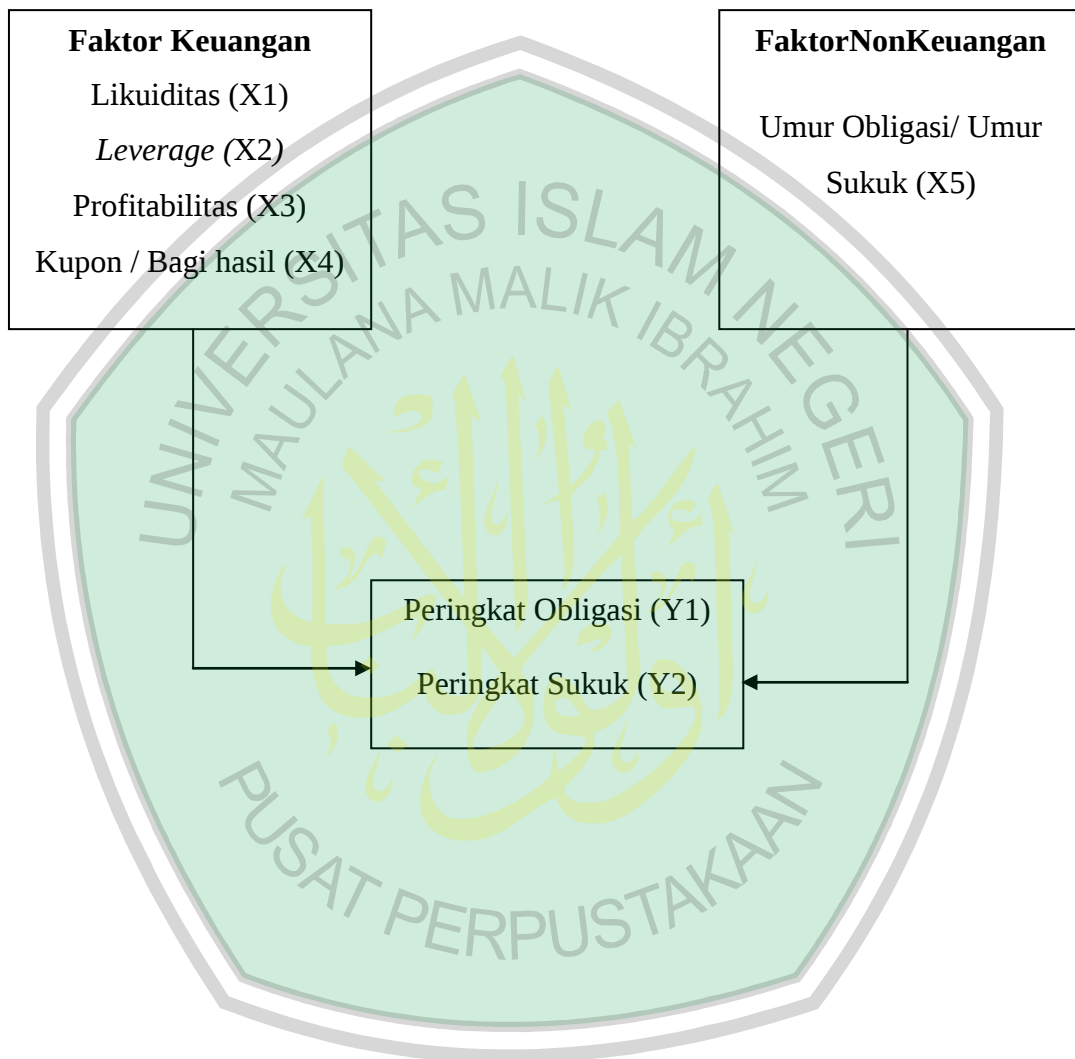
Secara umum semakin panjang jatuh tempo suatu obligasi maka semakin tinggi kupon atau bunganya (Almilia dan Devi, 2007). Perusahaan yang rating obligasinya tinggi mempunyai umur obligasi yang pendek. Investor cenderung tidak menyukai obligasi dengan umur yang lebih panjang karena risiko yang akan didapat juga akan semakin besar. Oleh karena itu umur obligasi yang pendek menunjukkan peringkat obligasi yang investment grade.

2.3 Kerangka Berfikir

Gambar 2.4
Kerangka Berfikir



Gambar 2.5
Kerangka Konseptual



Dalam gambar di atas, variabel dependent berupa peringkat obligasi dan sukuk, sedangkan variabel independent berupa likuiditas, *leverage*, profitabilitas, kupon, bagi hasil dan umur obligasi. Setelah dilakukan uji pengaruh antara faktor keuangan dan non keuangan terhadap peringkat obligasi dan sukuk, akan dilakukan uji beda untuk mengetahui perbedaan antara faktor keuangan dan non keuangan terhadap peringkat obligasi dan faktor keuangan dan non keuangan terhadap peringkat sukuk.

2.4 Hipotesis

Berdasarkan hasil perumusan masalah, tujuan dan landasan teori yang perlu diuji kebenarannya, maka dibuatlah hipotesis sebagai berikut:

2.4.1 Secara Simultan:

H_{1.1} : diduga variabel likuiditas, *leverage*, profitabilitas, kupon dan umur obligasi berpengaruh positif signifikan terhadap peringkat obligasi

H_{1.2} : diduga variabel likuiditas, *leverage*, profitabilitas, bagi hasil dan umur sukuk berpengaruh positif signifikan terhadap peringkat sukuk

2.4.2 Secara Parsial:

2.4.2.1 Likuiditas

Rasio likuiditas merupakan rasio keuangan yang mengukur tingkat kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban jangka pendek. Tingkat likuiditas biasa dilakukan dengan pengukuran *current ratio*. Kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban jangka pendek mengindikasikan bahwa perusahaan dalam keadaan likuid. Berdasarkan

penelitian yang dilakukan Adrian (2011) menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap peringkat obligasi, sedangkan Maharti (2011) menyatakan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Pada penelitian Afiani (2013) menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh terhadap peringkat sukuk, sedangkan Nurakhiroh dan Jayanto (2014) menyatakan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap peringkat sukuk. Oleh karena itu hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

H_{2.1.1} : Diduga terdapat pengaruh positif signifikan dari likuiditas terhadap peringkat obligasi

H_{2.1.2} : Diduga terdapat pengaruh positif signifikan dari likuiditas terhadap peringkat sukuk

2.4.2.2 Leverage

Rasio *leverage* merupakan rasio keuangan yang menunjukkan proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi terhadap yang dimiliki. Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana suatu perusahaan menggunakan hutang dalam membiayai investasinya. Berdasarkan penelitian Maharti (2011) menunjukkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi, sedangkan Satoto (2011) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Pada penelitian Afiani (2013) menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap peringkat sukuk, sedangkan Nurakhiroh dan Jayanto (2014) menyatakan bahwa *leverage*

berpengaruh terhadap peringkat sukuk. Oleh karena itu hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_{2.2.1} : Diduga terdapat pengaruh negatif signifikan dari *leverage* terhadap peringkat obligasi

H_{2.2.2} : Diduga terdapat pengaruh negatif signifikan dari *leverage* terhadap peringkat sukuk

2.4.2.3 Profitabilitas

Rasio profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dalam hubungannya dengan tingkat penjualan, aset, maupun modal saham sendiri. Rasio ini direpresentasikan oleh *return on asset* (ROA). Keuntungan yang diperoleh perusahaan mengindikasikan bahwa kondisi keuangan emiten baik. Berdasarkan penelitian Sejati (2010) menyatakan bahwa ketika laba perusahaan tinggi maka peringkat obligasi juga tinggi, sedangkan Maharti (2011) menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Dalam penelitian Arisanti (2014) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap peringkat sukuk. Oleh karena itu hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_{2.3.1} : Diduga terdapat pengaruh positif signifikan dari profitabilitas terhadap peringkat obligasi

H_{2.3.2} : Diduga terdapat pengaruh positif signifikan dari profitabilitas terhadap peringkat sukuk

2.4.2.4 Kupon dan Bagi Hasil

Kupon obligasi menunjukkan pendapatan bunga yang akan diperoleh oleh pemegang obligasi dari perusahaan penerbit obligasi (emiten) selama umur obligasi (Tandelilin, 2001:136). Bagi hasil adalah sebutan untuk imbalan atas investasi sukuk. Berdasarkan penelitian Arisanti (2014) menyatakan bahwa tinggi rendahnya suatu bagi hasil pada sukuk tidak berpengaruh terhadap prediksi peringkat sukuk di Indonesia. Oleh karena itu hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_{2.4.1} : Diduga tidak terdapat pengaruh dari kupon terhadap peringkat obligasi

H_{2.4.2} : Diduga tidak terdapat pengaruh dari bagi hasil terhadap peringkat sukuk

2.4.2.5 Umur Obligasi

Batas waktu dari obligasi menunjukkan lamanya waktu sampai penerbit obligasi mengembalikan nilai nominal obligasi ke pemegang obligasi dan berakhirnya atau ditebusnya obligasi tersebut. Secara umum semakin panjang jatuh tempo suatu obligasi maka semakin tinggi kupon atau bunganya (Almilia dan Devi, 2007). Perusahaan yang rating obligasinya tinggi mempunyai umur obligasi yang pendek. Investor cenderung tidak menyukai obligasi dengan umur yang lebih panjang karena risiko yang akan didapat juga akan semakin besar. Dalam penelitian Adrian (2011) menunjukkan bahwa umur obligasi berpengaruh positif signifikan terhadap peringkat obligasi, sedangkan

Mahfudhoh (2014) menyatakan bahwa jatuh tempo tidak signifikan untuk menentukan peringkat obligasi. Dalam penelitian Arisanti (2014) menunjukkan bahwa umur obligasi berpengaruh positif signifikan terhadap peringkat sukuk. Oleh karena itu hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_{2.5.1} : Diduga terdapat pengaruh positif signifikan dari umur obligasi terhadap peringkat obligasi

H_{2.5.2} : Diduga terdapat pengaruh positif signifikan dari umur obligasi terhadap peringkat sukuk

2.4.3 Uji Beda

Uji beda dilakukan untuk menguji dan menganalisa perbedaan yang terdapat pada faktor keuangan dan non keuangan pada peringkat obligasi dan sukuk. Mengacu pada penelitian sebelumnya yang berbeda-beda terhadap hasil pengaruh variabel dalam faktor keuangan dan non keuangan pada peringkat obligasi dan sukuk, seperti penelitian Adrian (2011) bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap peringkat obligasi dan Nurakhroh dan Jayanto (2014) bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap peringkat sukuk, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_{3.1.0} : Tidak terdapat perbedaan antara likuiditas pada peringkat obligasi dan peringkat sukuk

H_{3.1.1} : Terdapat perbedaan antara likuiditas pada peringkat obligasi dan peringkat sukuk

H_{3.2.0} : Tidak terdapat perbedaan antara *leverage* pada peringkat obligasi dan peringkat sukuk

H_{3.2.1} : Terdapat perbedaan antara *leverage* pada peringkat obligasi dan peringkat sukuk

H_{3.3.0} : Tidak terdapat perbedaan antara profitabilitas pada peringkat obligasi dan peringkat sukuk

H_{3.3.1} : Terdapat perbedaan antara profitabilitas pada peringkat obligasi dan peringkat sukuk

H_{3.4.0} : Tidak terdapat perbedaan antara kupon/ bagi hasil pada peringkat obligasi dan peringkat sukuk

H_{3.4.1} : Terdapat perbedaan antara kupon/ bagi hasil pada peringkat obligasi dan peringkat sukuk

H_{3.5.0} : Tidak terdapat perbedaan antara umur pada peringkat obligasi dan peringkat sukuk

H_{3.5.1} : Terdapat perbedaan antara umur pada peringkat obligasi dan peringkat sukuk