

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Perkembangan kondisi perekonomian baik global maupun regional dalam beberapa tahun terakhir ini mengalami pasang surut, contohnya krisis ekonomi yang terjadi di Eropa pada tahun 2011. Kondisi perekonomian global ini tentunya akan sangat mempengaruhi iklim usaha di Indonesia. Para pelaku bisnis harus melakukan penghitungan yang matang untuk mengantisipasi kondisi perekonomian ke depan sehingga dapat menjaga kelangsungan bisnisnya bila sewaktu-waktu terjadi gejolak perekonomian di Indonesia. Pelaku bisnis menjadi lebih berhati-hati dalam menjalankan usahanya baik usaha yang telah berjalan selama ini maupun usaha yang bersifat ekspansi.

Kondisi ini juga dirasakan oleh perusahaan, kebutuhan akan dana bagi perusahaan sangatlah penting, yaitu untuk menjaga stabilitas keuangan dan demi keberlangsungan perusahaan dalam jangka panjang. Tidak dipungkiri lagi bahwa bank merupakan sumber utama akan ketersediaan dana bagi siapa saja yang membutuhkan. Akan tetapi di era sekarang ini perusahaan dapat memilih berbagai alternatif untuk memperoleh dana jangka panjang selain di bank. Pasar modal adalah alternatif tersebut, yaitu pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang (obligasi) ataupun modal sendiri (saham), baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta. (Husnan, 2004:1).

Pasar modal telah menjadi bagian yang tidak terpisahkan dari kegiatan ekonomi di berbagai negara. Namun setiap instrumen investasi memiliki karakteristik yang berbeda satu sama lain, misalnya investasi dalam bentuk saham akan lebih tepat dilakukan investor yang berorientasi pertumbuhan, sedangkan untuk investor yang berorientasi pada pendapatan tetap mungkin lebih tepat jika ia melakukan investasi pada obligasi. Di Indonesia, perkembangan perdagangan obligasi korporasi beberapa tahun terakhir mengalami peningkatan. Bursa Efek Indonesia (BEI) mencatat pada empat tahun berturut-turut yaitu tahun 2009 sampai tahun 2012 menunjukkan adanya peningkatan pada aktivitas transaksi obligasi. Meskipun terjadi penurunan pada tahun 2010 ke 2011, penurunan tersebut hanya sebesar 1,1% yang lebih kecil dibandingkan peningkatan yang terjadi hingga sebesar 57,9% pada tahun 2009 ke 2010 dan peningkatan sebesar 26,7% pada tahun 2011 ke 2012. Adapun data aktivitas transaksi obligasi tersebut dapat dilihat pada tabel 1.1.

Tabel 1.1
Aktivitas Transaksi Obligasi Korporasi

Tahun	Nilai Transaksi (Triliun Rp)	Prosentase
2009	79,1	-
2010	124,9	57,9%
2011	123,5	-1,1%
2012	156,5	26,7%

Sumber: Bursa Efek Indonesia (BEI), diolah

Agar perkembangan pasar modal di Indonesia bisa berkembang dengan pesat, harus didukung dengan adanya instrumen-instrumen syariah. Karena

sebagian besar penduduk Indonesia adalah pemeluk agama Islam, yaitu 85% dari 257.516.167 jiwa. (<http://ayatifahdilah.wordpress.com>).

Disamping itu dalam sistem keuangan global, sistem keuangan Islam mengalami perkembangan yang dinamis dan semakin kompetitif. Dalam enam tahun terakhir sistem keuangan Islam telah mencatatkan pertumbuhan yang pesat dan telah hadir di lebih 75 negara di dunia. Sistem keuangan Islam yang paling berkembang secara dinamis adalah pasar keuangan sukuk (obligasi syariah). Sukuk kini telah menjadi bagian yang tak terpisahkan dari sistem keuangan global.

Pada tahun 2007 nilai sukuk yang diperdagangkan di pasar global telah meningkat lebih dari dua kali lipat dibandingkan tahun 2006 dan mencapai US\$ 62 miliar dibandingkan tahun 2006 sebesar US\$ 27 miliar. Dari tahun 2001 hingga tahun 2006 sukuk mengalami pertumbuhan rata-rata sebesar 123% (Sunarsip, 2008). Saat ini penerbitan sukuk sudah menjadi perbincangan para ekonom Indonesia dalam beberapa tahun terakhir. Karena di Indonesia sendiri perdagangan sukuk juga mengalami peningkatan. Adapun penerbitan sukuk di Indonesia akan disajikan dalam tabel sebagai berikut.

Tabel 1.2
Jumlah Total Nilai Emisi Sukuk Indonesia Tahun 2002 - 2011

Tahun	Sukuk korporasi		Sukuk global	Total nilai emisi sukuk korporasi dan negara (Rp Milyar)
	Total nilai (Rp Milyar)	Total jumlah emiten	Total nilai (Rp Milyar)	
2002	175,0	1	-	175,0
2003	740,0	6	-	740,0
2004	1394,0	13	-	1394,0

Tahun	Sukuk korporasi		Sukuk global	Total nilai emisi sukuk korporasi dan negara (Rp Milyar)
	Total nilai (Rp Milyar)	Total jumlah emiten	Total nilai (Rp Milyar)	
2005	1979,4	16	-	1979,4
2006	2179,4	17	-	2179,4
2007	3204,4	21	-	3204,4
2008	5498,4	29	4699,7	10198,1
2009	7015,4	43	14218,9	21234,3
2010	7815,4	47	38500,0	46315,4
2011	7915,4	48	62771,0	70686,4

Sumber: Bapepam-LK dan Direktorat Jendral Pengelolaan Utang (2011), diolah

Dari tabel 1.2 dapat dilihat bahwa sejak pertama kali diterbitkan pada tahun 2002 hingga tahun 2011, penerbitan sukuk mengalami perkembangan yang sangat pesat sebesar 40.292%. Sukuk korporasi yang semula hanya diterbitkan oleh satu emiten senilai Rp 175 milyar, pada tahun 2011 telah diterbitkan oleh 48 emiten dengan total nilai Rp 7.915,4 milyar. Jumlah nilai tersebut meningkat 4.423% hanya dalam selang waktu sembilan tahun. Perkembangan juga terjadi pada sukuk negara. Hal ini dikarenakan sukuk negara menghasilkan nilai multiplier yang sama dengan sukuk korporasi namun dengan waktu yang relatif lebih singkat. Sukuk negara yang semula hanya bernilai Rp 4.699,7 milyar menjadi Rp 62.771 milyar pada tahun 2011, yaitu meningkat sebesar 1.235% dalam selang waktu tiga tahun.

Menurut Tim Studi Minat Emiten di Pasar Modal, faktor yang mempengaruhi penerbitan sukuk bagi para emiten sukuk korporasi diantaranya adalah ditinjau dari faktor internal, faktor yang sangat berpengaruh bagi emiten sukuk dalam menerbitkan sukuk dipasar modal yaitu faktor penerbitan sukuk dilakukan

ketika industri keuangan syariah berkembang pesat. Hal ini berdasarkan karakteristik sektor industri, total aset, presentase saham publik, persentase kepemilikan asing dan *debt to equity ratio*. Selain itu adalah faktor yang berkaitan dengan peraturan, yaitu faktor adanya ketentuan bahwa aset/kegiatan usaha yang mendasari penerbitan sukuk tidak bertentangan dengan prinsip syariah, faktor perlakuan perpajakan atas sukuk dan faktor kebijakan perusahaan dalam pendanaan (*financing*).

Meskipun penerbitan obligasi syariah mempunyai daya tarik tersendiri, sebagaimana yang dijelaskan sebelumnya, namun dalam melakukan segala sesuatu pasti tidak terlepas dari risiko. Perlu diperhatikan oleh perusahaan tentang bagaimana perusahaan menghadapi risiko dan tetap memperoleh keuntungan dari penerbitan obligasi syariah. Secara umum, harga pasar obligasi selalu berfluktuasi karena aktifitas jual-beli dari investor serta dipengaruhi oleh perubahan besaran variabel ekonomi makro seperti tingkat inflasi, tingkat suku bunga, pertumbuhan ekonomi, nilai tukar Rp/US\$ dan lain-lain.

Tandelilin, (2001:169) mengatakan bahwa risiko inflasi akan menyebabkan penurunan nilai riil uang atau pendapatan. Selain itu, tingkat inflasi yang juga terjadi akan sangat terkait dengan tingkat bunga, sehingga baik investor konservatif maupun agresif, perlu memperhatikan faktor penting dalam strategi portofolio obligasi, yaitu tingkat bunga dan estimasi perubahan tingkat bunga tersebut. Sebagai ilustrasi mengenai perubahan harga obligasi dikarenakan faktor-faktor diatas dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel 1.3
Perubahan harga pasar obligasi karena perubahan
variabel makro ekonomi.

No	Deskripsi	Triwulan II 2009	Triwulan II 2010	Triwulan II 2011
Variabel Ekonomi Makro				
1	Suku Bunga	7,00%	6.50%	6.75%
2	Kurs Rp/US\$	10,257	9,194	8,607
Harga Obligasi				
1	Obligasi Indosat VI tahun 2008 seri A	96,73	102,90	102,54
2	Obligasi III Danareksa thn 2008 Seri B	101,81	103,78	100,40
3	Obligasi Aneka Gas Industri I thn 2008	102,74	106,00	103,80

Sumber: Bank Indonesia (BI) dan Bursa Efek Indonesia (BEI), diolah

Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa perubahan pada besaran variabel ekonomi makro seperti suku bunga dan kurs Rp/US\$ diikuti pula oleh perubahan pada harga obligasi. Fluktuasi yang terjadi di pasar modal akan terkait dengan perubahan yang terjadi pada berbagai ekonomi makro. Seperti kita ketahui bahwa harga obligasi akan sangat berpengaruh dari tingkat bunga yang berlaku, dan tingkat bunga ini akan dipengaruhi oleh perubahan ekonomi makro ataupun kebijakan ekonomi makro yang ditentukan pemerintah. (Tandelilin, 2001:211) Menurut Bodie, dkk., (2006:173). Bagi beberapa perusahaan lingkungan ekonomi makro dan industri mungkin mempunyai pengaruh yang relatif besar dibandingkan kinerja di dalam industri. Dengan kata lain, investor harus selalu memperhatikan gambaran besar ekonomi.

Teori tersebut didukung oleh penelitian Edward (2007), yaitu suku bunga dan kurs Rp/\$ berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi. Yuliana, (2007) terdapat pengaruh variabel makro ekonomi berupa inflasi dan suku bunga yang

signifikan terhadap *return* obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* di Indonesia. Inayatul (2011), variabel makro ekonomi yang terdiri dari BI rate, inflasi dan PDB berpengaruh secara simultan terhadap penetapan tingkat sewa obligasi *ijarah* di Indonesia. Sedangkan menurut hasil penelitian Nilasari (2011), inflasi dan tingkat suku bunga tidak berpengaruh terhadap harga obligasi syariah yang listing di BEI. Dari paparan hasil penelitian tersebut menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Perbedaan hasil antara beberapa penelitian empiris tersebut menunjukkan adanya *theoretical gap*, sehingga diperlukan penelitian lebih lanjut mengenai pengaruh variabel makro ekonomi terhadap harga obligasi syariah.

Selain faktor variabel makro ekonomi di atas seorang investor dalam keputusan pembelian obligasi juga memperhatikan kondisi internal perusahaan penerbit obligasi tersebut. Obligasi dikeluarkan penerbitnya sebagai surat tanda bukti hutang (Tandelilin, 2010:40). Penting bagi investor untuk memperhatikan bagaimana kemampuan perusahaan tersebut memenuhi kewajiban atau hutang jangka pendek maupun jangka panjang, kemampuan perusahaan menggunakan uang yang dipinjam, kemampuan perusahaan menghasilkan laba di masa yang akan datang dan lain sebagainya. Kinerja perusahaan tersebut dapat diketahui melalui analisis laporan keuangan atau analisis rasio keuangan. Melalui analisis terhadap laporan keuangan, akan dapat diketahui posisi keuangan dan hasil usaha perusahaan yang bersangkutan, dimana menurut hasil analisis tersebut pihak-pihak yang berkepentingan dapat mengambil suatu keputusan. (Halim, 2007:156). Menurut Van Horne (2005:192), para pemegang obligasi lebih tertarik dengan kemampuan arus kas perusahaan untuk menyelesaikan hutang dalam periode

waktu yang panjang. Mereka dapat mengevaluasi kemampuan ini dengan cara menganalisis struktur modal perusahaan, sumber-sumber utama dan penggunaan dana, profitabilitas perusahaan sepanjang waktu, dan proyeksi profitabilitas dimasa depan.

Teori tersebut didukung oleh penelitian Puspitasari (2007) yang meneliti tentang variabel kinerja keuangan meliputi: *Current Ratio* (CR), *Return On Equity* (ROE), *Debt Equity Ratio* (DER) dan *Return On Investment* (ROI). Hasil penelitiannya adalah seluruh faktor-faktor kinerja keuangan yang diteliti mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga obligasi. Penelitian lain oleh Yuliana (2008), variabel rasio keuangan yang berpengaruh signifikan terhadap penetapan tingkat sewa obligasi syariah *ijarah* adalah variabel rasio penutupan beban tetap dan rasio likuiditas sedangkan variabel rasio profitabilitas dan rasio aktivitas tidak berpengaruh signifikan terhadap penetapan tingkat sewa obligasi syariah *ijarah*. Kurniasari (2011), variabel rasio keuangan yang berpengaruh terhadap rating obligasi adalah rasio likuiditas, rasio leverage dan rasio profitabilitas yang diwakili oleh ROA, sedangkan yang tidak berpengaruh secara signifikan adalah variabel rasio aktivitas (*Total Assets Turnover*) dan rasio solvabilitas. Inayatul (2011) variabel rasio keuangan yang berpengaruh signifikan terhadap penetapan tingkat sewa obligasi syariah *ijarah* adalah rasio penutupan bunga dan rasio lancar, sedangkan yang tidak berpengaruh adalah faktor *leverage*, ROA dan *aset turnover*.

Dari pemaparan hasil penelitian di atas mengenai perubahan harga obligasi yang disebabkan faktor rasio keuangan menunjukkan hasil yang berbeda-beda,

seperti penelitian Yuliana (2008) rasio profitabilitas tidak berpengaruh terhadap penetapan tingkat sewa obligasi syariah *ijarah* sedangkan hasil penelitian Kurniasari (2011) rasio profitabilitas berpengaruh terhadap rating obligasi. Selain itu hasil penelitian Inayatul (2011) faktor leverage tidak berpengaruh terhadap penetapan tingkat sewa obligasi syariah *ijarah* sedangkan menurut hasil penelitian Kurniasari (2011), rasio leverage berpengaruh terhadap rating obligasi.

Perbedaan hasil penelitian tersebut membuktikan adanya *theoretical gap* antara hasil penelitian satu dengan yang lain, sehingga diperlukan penelitian lebih lanjut mengenai pengaruh faktor-faktor rasio keuangan terhadap harga obligasi syariah, dalam penelitian ini faktor rasio keuangan yang dipakai adalah rasio leverage (*debt to equity ratio*), dan rasio profitabilitas (ROA dan ROE).

Salah satu teori penentuan harga obligasi menyebutkan, jika terjadi penurunan pada *yield* obligasi akan menaikkan harga obligasi sejumlah yang lebih besar ukurannya dibanding penurunan harga obligasi yang akan terjadi jika besarnya penurunan *yield* obligasi sama. William (2005:387). Menurut Tandelilin (2010: 276), harga obligasi akan ditentukan oleh nilai intrinsik dari obligasi tersebut. Nilai intrinsik obligasi sangat terkait dengan besaran nilai r , yaitu tingkat keuntungan yang disyaratkan atau *yield* obligasi.

Teori tersebut didukung oleh penelitian Widarti (2011) yang meneliti tentang pengaruh kupon, *maturitas*, *yield*, dan *default risk* terhadap harga obligasi. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *maturitas* dan *yield* obligasi memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap harga obligasi. Wahyuningtyas (2010), hasil penelitian menunjukkan bahwa *yield to maturity* dan durasi memiliki arah

korelasi negatif dan berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah. Rismayanti (2010), hasil penelitiannya menunjukkan bahwa semua variabel kupon, *maturitas*, *yield to maturity* obligasi berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi.

Dari pemaparan teori-teori dan penelitian yang sudah dilakukan terkait pengaruh *yield* obligasi terhadap harga obligasi di atas, peneliti ingin mengkaji terkait hal tersebut. Untuk membedakan dengan penelitian yang sudah dilakukan, *yield* obligasi yang akan digunakan adalah *yield* obligasi syariah antara lain *nominal yield*, *current yield*, *yield to maturity* dan *realized yield*.

Karena beberapa alasan yang dijelaskan di atas peneliti tertarik meneliti dengan judul “**Analisis Variabel Makro Ekonomi dan Faktor Fundamental Perusahaan Terhadap Harga Obligasi Syariah Periode 2009 - 2011**”.

1.2 Rumusan Masalah

1. Apakah variabel makro ekonomi (PDB, inflasi, kurs) dan faktor fundamental perusahaan (rasio keuangan dan *yield* obligasi) berpengaruh secara simultan terhadap harga obligasi syariah?
2. Apakah variabel makro ekonomi (PDB, inflasi, kurs) dan faktor fundamental perusahaan (rasio keuangan dan *yield* obligasi) berpengaruh secara parsial terhadap harga obligasi syariah?
3. Variabel manakah yang dominan berpengaruh terhadap harga obligasi syariah?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Untuk mengetahui pengaruh variabel makro ekonomi (PDB, inflasi, kurs) dan faktor fundamental perusahaan (rasio keuangan dan *yield* obligasi) berpengaruh secara simultan terhadap harga obligasi syariah.
2. Untuk mengetahui pengaruh variabel makro ekonomi (PDB, inflasi, kurs) dan faktor fundamental perusahaan (rasio keuangan dan *yield* obligasi) berpengaruh secara parsial terhadap harga obligasi syariah.
3. Untuk mengetahui faktor ekonomi makro (PDB, inflasi, kurs) dan faktor fundamental perusahaan (rasio keuangan dan *yield* obligasi) mana yang lebih dominan berpengaruh terhadap harga obligasi syariah.

1.4 Manfaat Penelitian

1. Bagi Peneliti, penelitian ini diharapkan dapat menambah pengetahuan dan wawasan mengenai investasi obligasi, khususnya faktor-faktor yang mempengaruhi terhadap harga obligasi syariah.
2. Kalangan Akademis, dengan adanya penelitian ini dapat digunakan untuk menambah wawasan mengenai faktor apa yang lebih dominan berpengaruh terhadap harga obligasi syariah.
3. Investor, penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai masukan dalam memberikan informasi untuk mengambil suatu keputusan investasi yang menguntungkan.
4. Pemerintah, dengan adanya penelitian ini dapat digunakan sebagai analisis kualitas obligasi yang diterbitkan untuk memajukan perekonomian di Indonesia.

1.5 Batasan Penelitian

Agar penelitian ini tidak melebar dari rumusan masalah dan untuk mempermudah dalam proses penelitian, maka peneliti akan memberikan batasan terhadap penelitian ini. Adapun batasan yang diteliti dalam penelitian ini adalah :

1. Obligasi syariah yang akan dijadikan penelitian adalah obligasi syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan maksimal batas penerbitan pada Januari 2009 dan batas jatuh tempo minimal pada Desember 2011.
2. Faktor makro ekonomi dalam penelitian ini yaitu : PDB, inflasi, dan kurs valuta asing.
3. Menurut Tandililin, (2010:346) indikator atau variabel makro ekonomi meliputi : PDB, inflasi, tingkat suku bunga, dan kurs valuta asing. Akan tetapi dalam penelitian ini hanya diambil 3 variabel makro ekonomi, yaitu PDB, inflasi, dan kurs valuta asing, karena menurut Irawan (2010) dalam Adiatna, dkk., (2010:7) penentuan harga obligasi syariah tidak menggunakan instrumen bunga sehingga variabel tingkat suku bunga tidak berpengaruh terhadap harga obligasi syariah.
4. Faktor fundamental perusahaan dalam penelitian ini adalah rasio-rasio keuangan dan *yield* obligasi, antara lain :
 - a. Rasio keuangan : rasio leverage (*debt to equity ratio*), dan rasio profitabilitas (ROA dan ROE).
 - b. *Yield* obligasi : *current yield*, *yield to maturity*, dan *realized yield*.