

BAB IV

PAPARAN DAN PEMBAHASAN DATA HASIL PENELITIAN

4.1 Paparan Data Hasil Penelitian

4.1.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

Objek penelitian yang digunakan adalah kelompok perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah yang diterbitkan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Seleksi dilakukan terhadap 17 emiten korporasi yang menerbitkan obligasi syariah dan diperoleh 9 (sembilan) emiten berdasarkan jangka waktu dan memiliki data transaksi triwulan. Selain itu kesembilan emiten tersebut memiliki data laporan keuangan serta rasio-rasio keuangan yang dipublikasikan oleh BEI. Dibawah ini terdapat 9 emiten yang menerbitkan obligasi syariah berdasarkan kriteria yang telah ditentukan dalam penelitian ini :

Tabel 4.1
Emiten Penerbit Obligasi Syariah

No	Emiten	Obligasi	Listing date Maturity date
1	PT. Adhi Karya (Persero) Tbk.	Sukuk Mudharabah I Adhi Tahun 2007	09-Jul-07 06-Jul-13
2	PT. Berlian Laju Tanker Tbk.	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker Tahun 2007	06-Jul-07 05-Jul-13
3	PT. Indosat Tbk.	Sukuk Ijarah Indosat II Tahun 2007	30-May-07 29-May-14
		Sukuk Ijarah Indosat III Tahun 2008	10-Apr-08 09-Apr-13
4	PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero)	Sukuk Ijarah PLN II Tahun 2007	11-Jul-07 10-Jul-17
5	PT. Metrodata Electronic Tbk.	Sukuk Ijarah Metrodata Electronics I Tahun 2008	07-Jul-08 04-Jul-13

No	Emiten	Obligasi	Listing date Maturity date
6	PT. Mayora Indah Tbk.	Sukuk Mudharabah I Mayora Indah Tahun 2008	06-Jun-08 05-Jun-13
7	PT. Summarecon Agung Tbk.	Sukuk Ijarah I Summarecon Agung Tahun 2008	26-Jun-08 25-Jun-13
8	PT. Aneka Gas Industri	Sukuk Ijarah Aneka Gas Industri I Tahun 2008	09-Jul-08 08-Jul-13
9	PT. Bank Muamalat Indonesia Tbk.	Sukuk Subordinasi Mudharabah Bank Muamalat Tahun 2008	1-Jul-07 10-Jul-18

Sumber: Bursa Efek Indonesia (BEI) yang diolah.

4.1.2 Deskripsi Hasil Penelitian

4.1.2.1 Harga Obligasi Syariah

Menurut Manurung, (2007:4) harga obligasi merupakan nilai tunai yang diterima investor di masa mendatang. Nilai tunai atau *present value* uang tersebut tergantung pada suku bunga pasar. Oleh karenanya, arus kas yang diharapkan (*expected cash flows*) didiskontokan dengan suku bunga yang layak. Arus kas atas obligasi terdiri dari pembayaran kupon hingga tanggal maturitasnya ditambah pembayaran akhir yang berupa nilai nominal obligasi.

Dalam perdagangan obligasi syariah tidak boleh diterapkan harga diskon atau harga premium yang lazim dilakukan oleh obligasi konvensional. Prinsip transaksi obligasi syariah adalah *transfer service* atau pengalihan piutang dengan tanggung bagi hasil (*nisbah*), sehingga jual beli obligasi syariah hanya boleh pada harga nominal pelunasan jatuh tempo obligasi. Menurut Irawan (2010) dalam Adiatna, dkk., (2010:7) *pricing determination* (penentuan harga) obligasi syariah tidak menggunakan instrumen bunga sehingga merupakan jenis bisnis yang halal untuk muslim.

Pengambilan data harga obligasi syariah dilakukan dengan mengunduh (*download*) *bond book* dari www.idx.co.id yang merupakan *website* resmi Bursa Efek Indonesia. Harga obligasi yang dipakai adalah harga obligasi tertinggi per 3 bulan dalam rentang waktu tahun 2009 sampai 2011. Bursa Efek Indonesia mencatatkan obligasi syariah dengan kata sukuk, istilah sukuk dan obligasi syariah memang sedikit berbeda.

Menurut Huda dan Heykal (2010:239) pada awalnya, penggunaan istilah “obligasi Islam” sendiri dianggap kontradiktif. Obligasi sudah menjadi kata yang tidak lepas dari bunga sehingga tidak dimungkinkan untuk di-Islam-kan. Merujuk kepada Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002, “Obligasi Islam adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip Islam yang dikeluarkan emiten kepada pemegang Obligasi Syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/*fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo”. Penerbitan Obligasi Islam muncul sehubungan dengan berkembangnya institusi-institusi keuangan Islam, seperti asuransi Islam, dana pensiun Islam, dan reksa dana Islam yang membutuhkan alternatif penempatan investasi.

Sedangkan sukuk sesungguhnya bukan istilah baru dalam sejarah Islam. Istilah ini sudah dikenal sejak abad pertama hijriyah. Saat itu umat Islam menggunakannya dalam konteks perdagangan antar bangsa. Ia dipergunakan oleh para pedagang pada masa itu sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban finansial yang timbul dari usaha perdagangan dan aktivitas komersial lainnya. (Wahid, 2010:92).

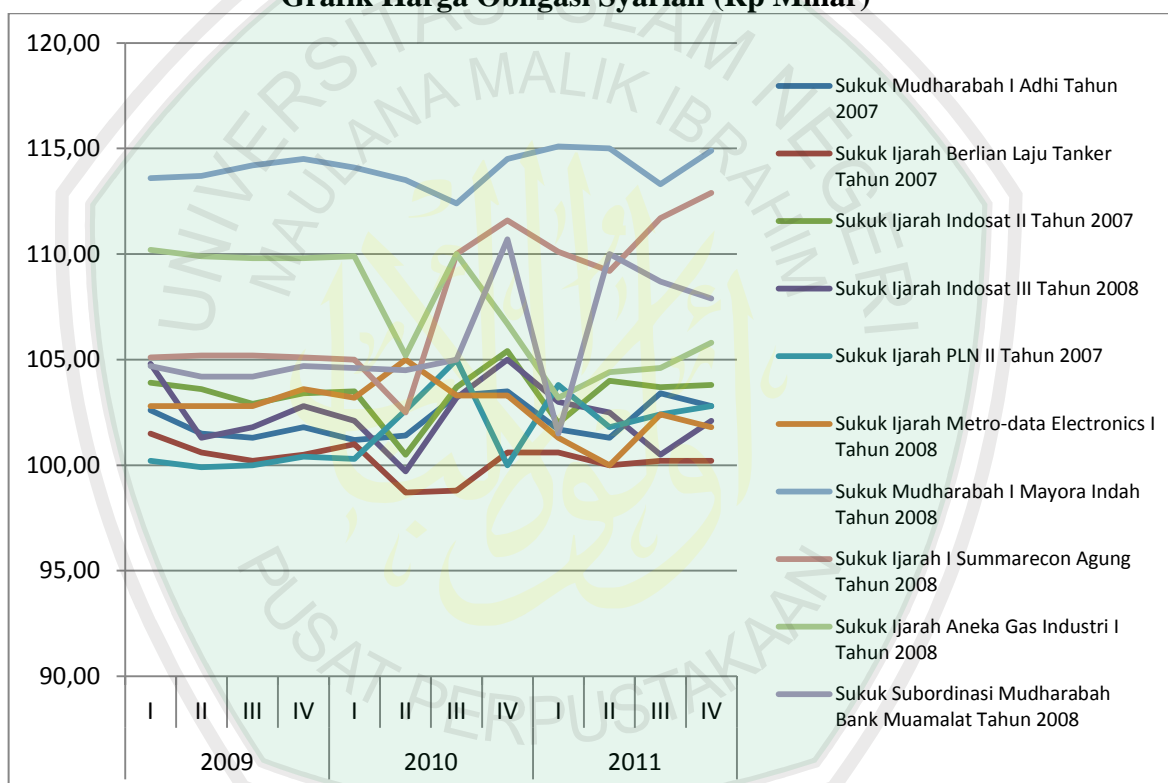
Menurut Salma Abdul Latif dan Abdul Hasan *dalam* Wahid, (2010:97) sukuk yang juga dikenal sebagai *Islamic bond*, merupakan sertifikat investasi Islami. Perbedaan ini adalah penting karena sukuk tidak benar-benar dianggap sebagai tiruan bagi sertifikat konvensional yang didasarkan pada faedah, tetapi bentuk *innovative assets* yang sesuai dengan syariat Islam. Konsep sukuk mempunyai asas keutamaan yang penting, yaitu (i) transparansi dan kemurnian hak dan kewajiban, (ii) bahwa pendapatan dari *security* harus dihubungkan dengan tujuan untuk apa dana itu digunakan dan benar-benar tidak terdiri dari faedah, (iii) bahwa *security* akan dikembalikan sebagai aset asal yang real.

Kemudian AAOIFI Syari'ah Standard membedakan antara investasi sukuk dan *share, notes, dan bonds*, meski semua itu berhubungan dengan kontrak peralihan utang dalam bentuk uang dan aset. Pada sukuk ditentukan batas-batas standard sebagai instrumen dengan nilai intrinsik, sedangkan *share, notes, dan bonds* lebih mengutamakan pada transfer jaminan finansial. AAOIFI Syari'ah Standard juga menekankan bahwa investasi sukuk bukanlah merupakan representasi utang yang dimiliki oleh penerbit atau pemilik sertifikat, dan juga tidak dikeluarkan untuk *a pool of receivables*. AAOIFI Syari'ah Standard memberikan syarat bahwa asas kontrak bisnis mesti sesuai dengan ketentuan syara'. (Taqi Usmani, 2003:289 *dalam* Wahid, 2010:96-97)

Dari penjelasan diatas maka perbedaan sukuk dengan obligasi syariah adalah, Obligasi Syariah (*Islamic bonds*) lebih mengutamakan pada transfer jaminan finansial atau pengalihan tanggungan atas pinjaman keuangan, sedangkan sukuk bukanlah merupakan representasi pinjaman yang dimiliki oleh penerbit atau

pemilik sertifikat. Sukuk juga memberikan syarat bahwa asas kontrak bisnis harus sesuai dengan ketentuan syaria'. Akan tetapi, Obligasi syariah dan sukuk sama-sama berhubungan dengan kontrak peralihan utang dalam bentuk uang dan aset. Berikut adalah data harga obligasi syariah (sukuk) yang digunakan dalam penelitian ini:

Gambar 4.1
Grafik Harga Obligasi Syariah (Rp Miliar)



Sumber: Data diolah peneliti

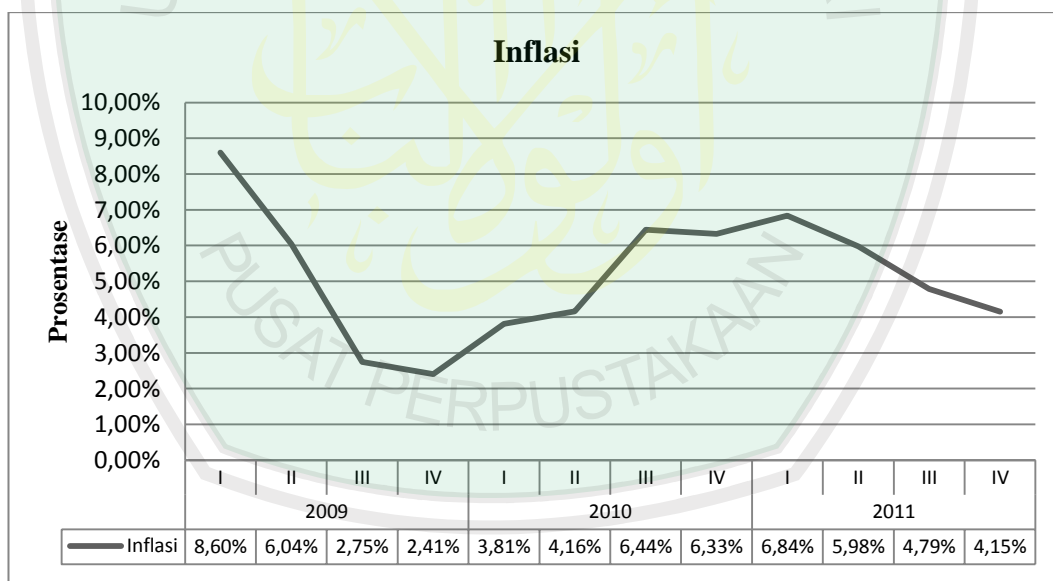
4.1.2.2 Ekonomi Makro

Ekonomi makro merupakan bagian dari ilmu ekonomi yang mengkhususkan mempelajari mekanisme bekerjanya perekonomian secara keseluruhan. Hubungan yang dipelajari dalam makro ekonomi adalah hubungan kausal antara variabel-variabel agregatif (keseluruhan). Sedangkan makro ekonomi menurut Sukirno adalah salah satu aspek penting dari ciri kegiatan

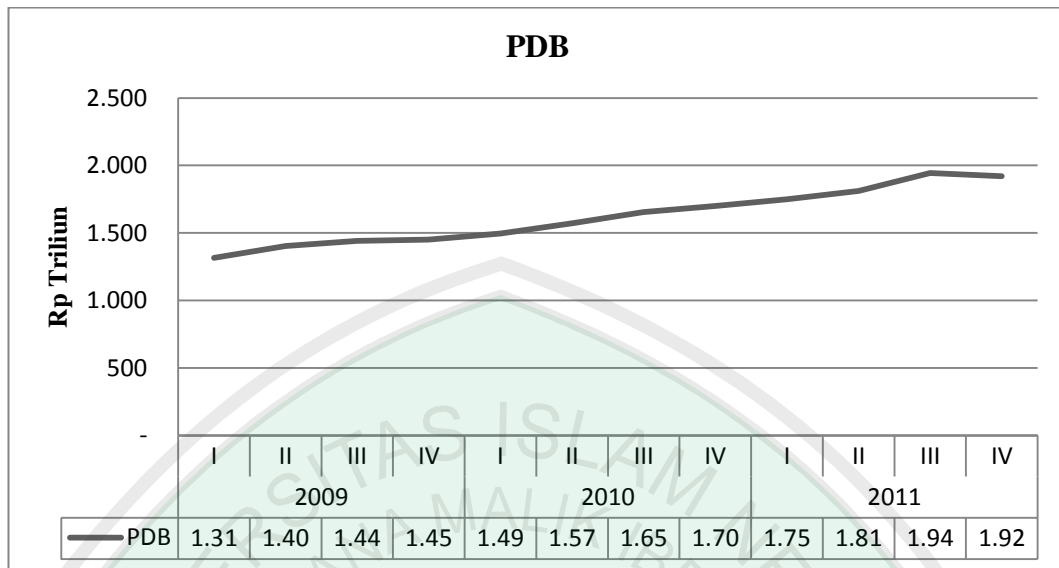
perekonomian yang menjadi titik tolak analisis dalam teori makro ekonomi adalah pandangan bahwasanya sistem pasar bebas tidak selalu dapat mewujudkan penggunaan tenaga kerja penuh, kestabilan harga, dan pertumbuhan ekonomi yang teguh. (Sukirno, 2006: 7-21).

Tujuan utama ekonomi makro adalah *output* dengan tingkat yang tinggi dan pertumbuhan yang cepat, pengangguran yang rendah, dan harga-harga yang stabil. Variabel makro ekonomi yang digunakan dalam penelitian ini ada tiga antara lain : Inflasi, PDB dan Kurs valuta asing. Dibawah ini adalah data-data inflasi, PDB, dan kurs valuta asing tahun 2009-2011.

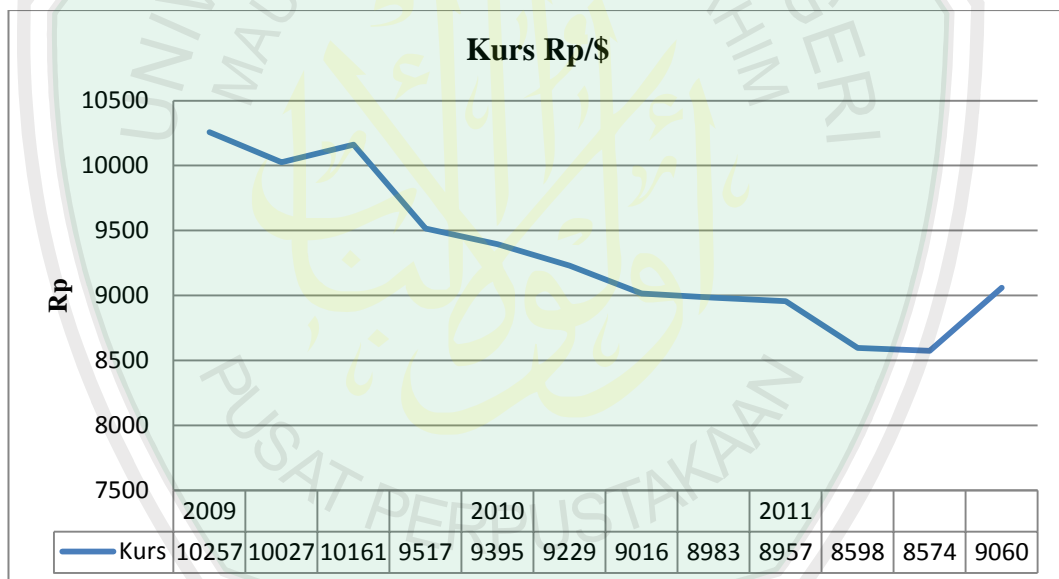
Gambar 4.2
Grafik Inflasi, PDB, dan Kurs Tahun 2009-2011



Sumber: www.bi.go.id, diolah



Sumber: www.bps.go.id, diolah



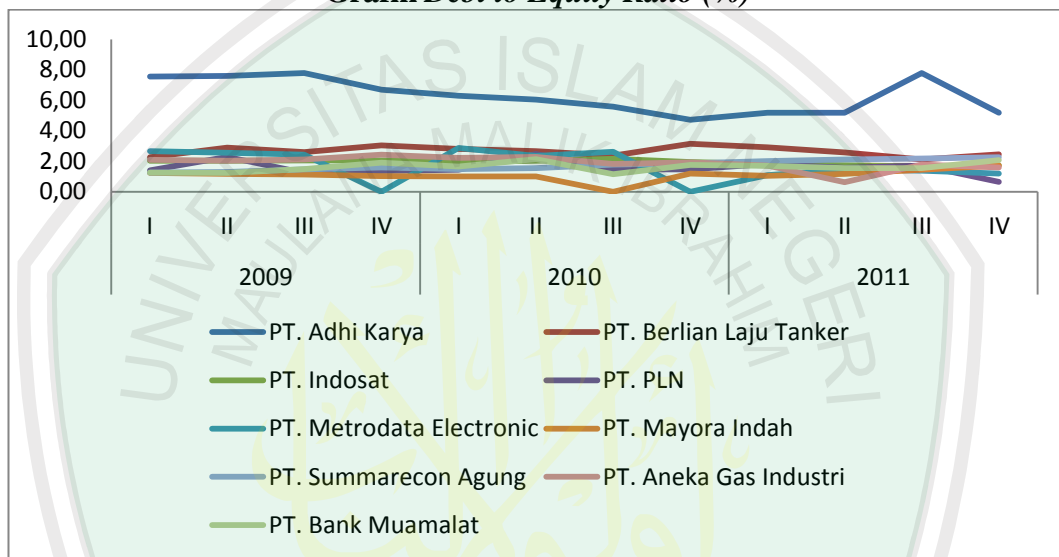
Sumber: www.bi.go.id, diolah

4.1.2.3 Rasio keuangan

Melakukan analisis rasio keuangan bertujuan untuk mengetahui posisi keuangan dan hasil usaha perusahaan yang bersangkutan, dimana dari hasil analisis tersebut pihak-pihak yang berkepentingan dapat mengambil suatu keputusan. Ada beberapa cara yang dapat digunakan untuk menganalisis laporan keuangan perusahaan, tetapi analisis rasio merupakan hal yang sangat umum

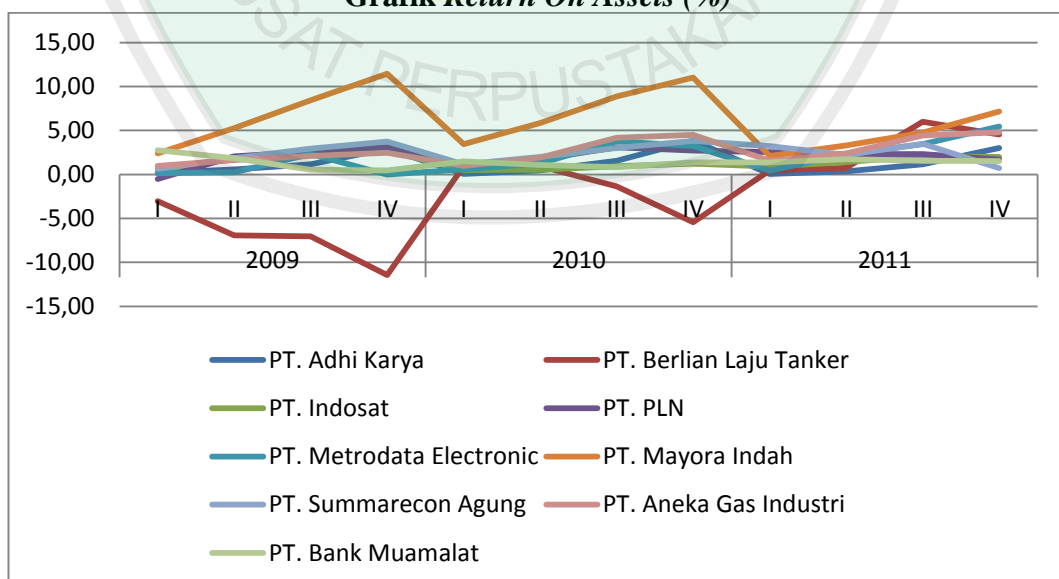
digunakan, yang menghubungkan dua data keuangan (neraca atau laporan laba rugi), baik secara individu atau kombinasi dari keduanya, dengan cara membagi satu data dengan data lain. (Halim, 2007:156). Berikut adalah data rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini.

Gambar 4.3
Grafik Debt to Equity Ratio (%)



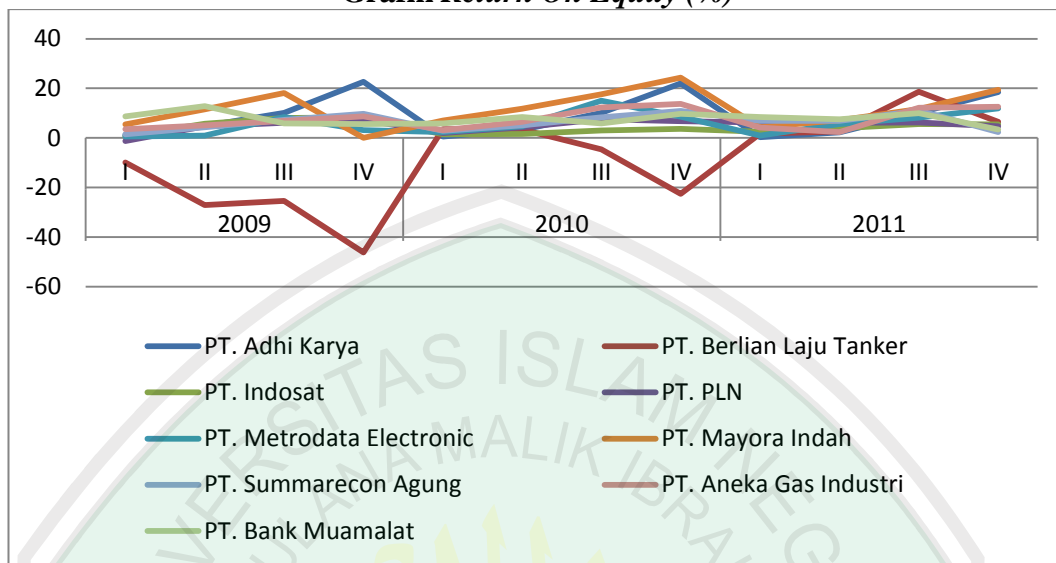
Sumber: Lampiran 1, diolah

Gambar 4.4
Grafik Return On Assets (%)



Sumber: Lampiran 1, diolah

Gambar 4.5
Grafik Return On Equity (%)

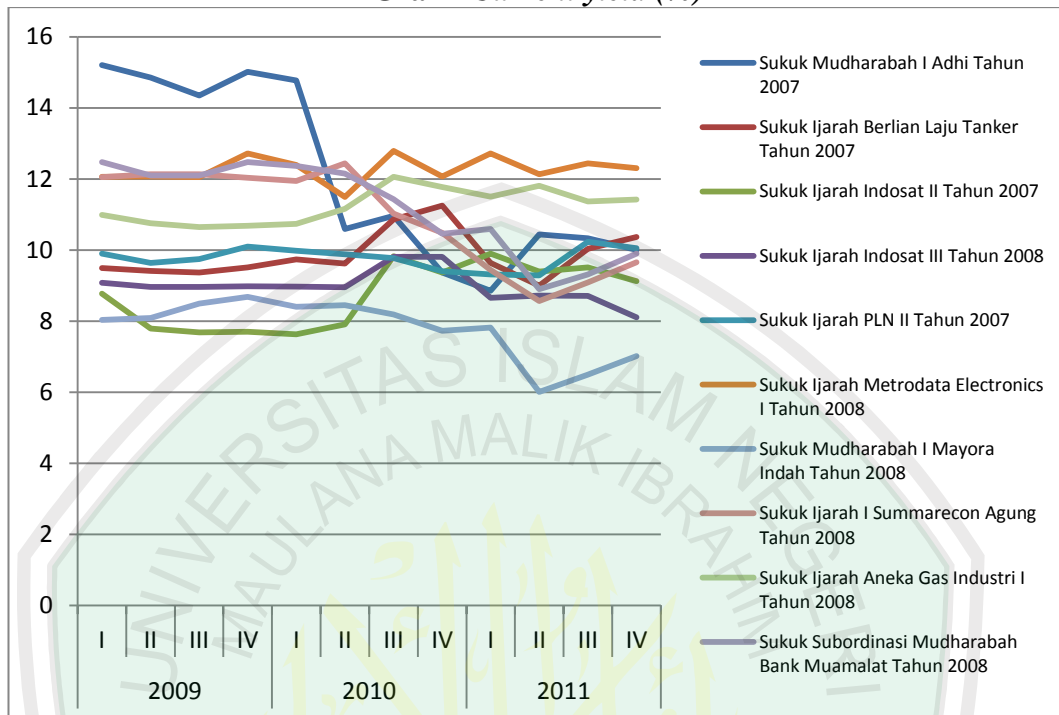


Sumber: Lampiran 1, diolah

4.1.2.4 Yield Obligasi Syariah

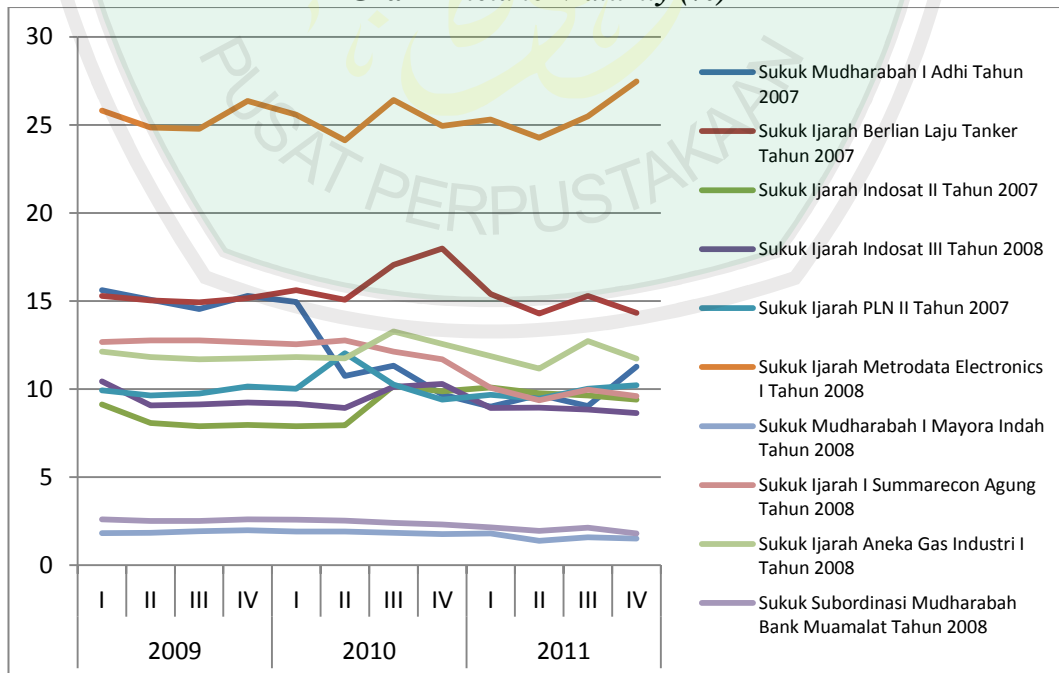
Menurut Tandelilin, (2010:256) dalam obligasi, ada 2 istilah yang terkait dengan karakteristik pendapatan suatu obligasi, yaitu *yield* obligasi (*bond yield*) dan bunga obligasi (*bond interest rate*). Pada dasarnya kedua istilah tersebut memiliki konsep yang sama, karena kedua istilah tersebut sama-sama menggambarkan pendapatan yang akan diperoleh investor dalam suatu periode tertentu. Ada beberapa ukuran *yield* dalam obligasi yang dapat digunakan oleh investor, yaitu antara lain *current yield*, *yield to maturity*, dan *realized (horizon) yield*. Dibawah ini adalah data *yield* obligasi yang digunakan dalam penelitian ini tahun 2009-2011.

Gambar 4.6
Grafik Current yield (%)



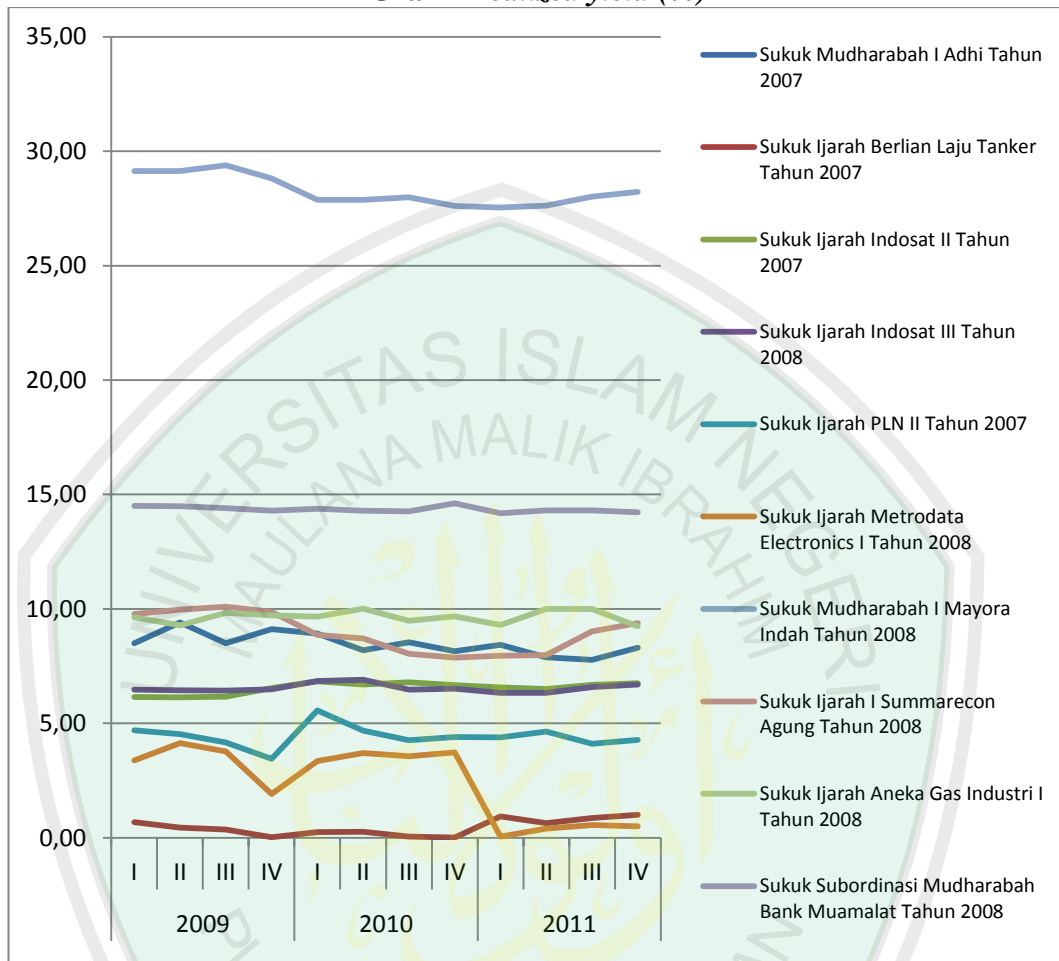
Sumber: Lampiran 2, diolah

Gambar 4.7
Grafik Yield to Maturity (%)



Sumber: Lampiran 3, diolah

Gambar 4.8
Grafik Realized yield (%)



Sumber: Lampiran 4, diolah

4.1.3 Analisis Data

4.1.3.1 Uji Regresi Linear Berganda

Dalam penelitian ini, untuk menganalisis sebuah variabel terikat (variabel Y) dihubungkan dengan dua atau lebih variabel bebas (variabel X), maka digunakan analisis regresi linear berganda. (Hasan, 2002:74). Adapun hasil dari uji regresi ini dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.2
Hasil Uji Regresi Linear
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Correlations		
	B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part
1 (Constant)	-3.638	2.279		-1.597	.117			
PDB	.241	.084	.550	2.859	.006	.028	.378	.209
Inflasi	-.034	.012	-.216	-2.869	.006	-.304	-.379	-.210
Kurs Valas	.730	.187	.743	3.913	.000	.262	.488	.286
DER	-.002	.006	-.035	-.411	.683	.192	-.059	-.030
ROA	.021	.006	.308	3.183	.003	.429	.414	.233
ROE	-.006	.011	-.062	-.566	.574	-.287	-.081	-.041
Current yield	-.074	.021	-.284	-3.538	.001	-.436	-.451	-.258
Yield to maturity	.031	.011	.348	2.694	.010	-.362	.359	.197
Realized yield	.091	.024	.523	3.782	.000	.614	.475	.276

a. Dependent Variable: Harga Obligasi Syariah

Sumber: Lampiran 6

Berdasarkan pada hasil regresi yang ditunjukkan pada tabel 4.2, maka dapat diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = -3,638 + 0,241X_1 - 0,034X_2 + 0,730X_3 - 0,002X_4 + 0,021X_5 - 0,006X_6 - 0,074X_7 + 0,031 X_8 + 0,091X_9$$

Hasil persamaan regresi diatas menyatakan bahwa nilai konstanta dari persamaan regresi ini sebesar -3,638 menyatakan bahwa jika tidak ada variabel PDB, Inflasi, Kurs, DER, ROA, ROE, *Current yield*, *YTM* dan *Realized yield* maka harga obligasi syariah di Indonesia sebesar -3,638.

Koefisien variabel X_1 (PDB) berpengaruh positif terhadap harga obligasi syariah dengan nilai sebesar 0,241. Artinya, setiap terjadi penambahan satu PDB, maka harga obligasi syariah akan mengalami kenaikan sebesar 0,241 satuan. Inflasi (X_2) berpengaruh negatif terhadap harga obligasi syariah dengan nilai

sebesar -0,034 yang berarti setiap terjadi kenaikan satu Inflasi, maka harga obligasi syariah akan mengalami penurunan sebesar 0,034 satuan. Koefisien variabel X_3 (Kurs) sebesar 0,730 menunjukkan bahwa apabila jika terjadi penambahan satu kurs, maka harga obligasi syariah akan mengalami kenaikan sebesar 0,730 satuan.

Koefisien variabel X_4 (DER) berpengaruh positif terhadap harga obligasi syariah dengan nilai sebesar 0,002. Artinya, setiap terjadi penambahan satu DER, maka harga obligasi syariah akan naik sebesar 0,002 satuan. ROA (X_5) berpengaruh positif terhadap harga obligasi syariah dengan nilai sebesar 0,021 yang berarti setiap terjadi kenaikan satu ROA, maka harga obligasi syariah akan mengalami kenaikan sebesar 0,021 satuan. Koefisien variabel X_6 (ROE) sebesar 0,006 menunjukkan bahwa apabila jika terjadi penambahan satu ROE, maka harga obligasi syariah akan naik sebesar 0,006 satuan.

Koefisien variabel X_7 (*Current yield*) berpengaruh negatif terhadap harga obligasi syariah dengan nilai sebesar 0,074. Artinya, setiap terjadi penambahan satu *Current yield*, maka harga obligasi syariah akan turun sebesar 0,074 satuan. YTM (X_8) berpengaruh positif terhadap harga obligasi syariah dengan nilai sebesar 0,031 yang berarti setiap terjadi penambahan satu YTM, maka harga obligasi syariah akan naik sebesar 0,031 satuan. Koefisien variabel X_9 (*Realized yield*) berpengaruh positif terhadap harga obligasi syariah sebesar 0,091 menunjukkan bahwa apabila jika terjadi penambahan satu *Realized yield*, maka harga obligasi syariah akan naik sebesar 0,091 satuan.

4.1.3.2 Pengujian Asumsi Klasik

1. Uji Multikolinearitas

Bertujuan untuk mengetahui apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi (hubungan yang sangat dekat/sempurna) antar variabel independen. Untuk mendeteksi ada atau tidak multikolinearitas dalam model dilakukan dengan melihat nilai T (*tolerance*) > 0,1 atau nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) < 10 dari hasil regresi. Hasil dari analisis multikolinearitas dapat dilihat pada tabel 4.11 dibawah ini.

Tabel 4.3
Hasil Uji Multikolinearitas
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-3.638	2.279		-1.597	.117		
PDB	.241	.084	.550	2.859	.006	.144	6.934
Inflasi	-.034	.012	-.216	-2.869	.006	.945	1.058
Kurs Valas	.730	.187	.743	3.913	.000	.148	6.747
DER	-.002	.006	-.035	-.411	.683	.749	1.335
ROA	.021	.006	.308	3.183	.003	.570	1.755
ROE	-.006	.011	-.062	-.566	.574	.445	2.246
Current yield	-.074	.021	-.284	-3.538	.001	.831	1.203
Yield to maturity	.031	.011	.348	2.694	.010	.321	3.118
Realized yield	.091	.024	.523	3.782	.000	.279	3.578

a. Dependent Variable: Harga Obligasi

Syariah

Sumber: Lampiran 7

Dari tabel 4.3 dapat dilihat bahwa semua variabel independen memiliki nilai Tolerance > 0,1 dan nilai VIF < 10 yang berarti model regresi bebas dari multikolinearitas.

2. Uji Heteroskedastisitas

Uji asumsi ini bertujuan untuk mengetahui apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual antara satu pengamatan dengan pengamatan yang lain. Heteroskedastisitas diuji dengan menggunakan uji koefisien korelasi *Rank Spearman* yaitu mengkorelasikan antara *absolut residual* hasil regresi dengan semua variabel bebas. Bila signifikansi hasil korelasi lebih kecil dari 0,05 (5%) maka persamaan regresi tersebut mengandung heteroskedastisitas. Sedangkan model regresi yang baik adalah tidak mengandung heteroskedastisitas tetapi homoskedastisitas. (Sulhan, 2011: 16). Hasil uji heteroskedastisitas ditunjukkan pada tabel berikut:

Tabel 4.4
Hasil Uji Heteroskedastisitas
Correlations

			Abs_Res
Spearman's rho	PDB	Correlation Coefficient	.019
		Sig. (2-tailed)	.887
		N	59
	Inflasi	Correlation Coefficient	.058
		Sig. (2-tailed)	.663
		N	59
	Kurs Valas	Correlation Coefficient	-.045
		Sig. (2-tailed)	.733
		N	59
	DER	Correlation Coefficient	.016
		Sig. (2-tailed)	.903
		N	59
	ROA	Correlation Coefficient	.005
		Sig. (2-tailed)	.969
		N	59
	ROE	Correlation Coefficient	-.253
		Sig. (2-tailed)	.054
		N	59
	Current yield	Correlation Coefficient	-.010

	Sig. (2-tailed)	.938
	N	59
Yield to maturity	Correlation Coefficient	.032
	Sig. (2-tailed)	.808
	N	59
Realized yield	Correlation Coefficient	.040
	Sig. (2-tailed)	.765
	N	59

Sumber: Lampiran 8

Pada tabel 4.4 menunjukkan bahwa nilai signifikansi seluruh variabel independen pada penelitian lebih besar dari 0,05 (5%). Jadi dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengandung heteroskedastisitas.

3. Uji Autokorelasi

Untuk menguji apakah dalam regresi linier tersebut ada korelasi antara kesalahan pengganggu (*residual*) pada periode t dengan kesalahan pada periode sebelumnya ($t-1$). Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Biasanya ditemukan pada data runtun waktu (*time series*). Menurut Firdaus, (2004) untuk melihat ada tidaknya autokorelasi, dapat digunakan ketentuan sebagai berikut:

Tabel 4.5
Pengambilan Kesimpulan Autokorelasi

DW	Kesimpulan
Kurang dari 1,10	Ada autokorelasi
1,10 dan 1,54	Tanpa kesimpulan
1,55 dan 2,46	Tidak ada autokorelasi
2,46 dan 2,90	Tanpa kesimpulan
Lebih dari 2,91	Ada autokorelasi

Sumber: Firdaus, 2004

Untuk mendeteksinya digunakan *Run test*, adapun hasil dari uji autokorelasi pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

Tabel 4.6
Hasil Uji Autokorelasi
Model Summary^p

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.859 ^a	.738	.690	.02578	1.596

a. Predictors: (Constant), Realized yield, Inflasi, Kurs Valas, Current yield, DER, ROA, ROE, Yield to maturity, PDB

b. Dependent Variable: Harga Obligasi Syariah

Sumber: Lampiran 9

Dari tabel 4.6 diatas diperoleh nilai Durbin Watson sebesar 1,596. Jika dibandingkan dengan nilai tabel Durbin Watson menurut Firdaus, (2004), nilai tersebut berada diantara 1,55 dan 2,46 yang berarti tidak ada autokorelasi, maka asumsi tidak ada autokorelasi pada data terpenuhi.

4.1.3.3 Pengujian Hipotesis

Menurut Emory dan Cooper, (1999) yang dikutip dari Edward (2007), pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan cara uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen terhadap variabel dependen baik secara parsial yang dilakukan dengan cara uji statistik t (t-test) dan secara simultan dilakukan dengan uji statistik F (F-test) pada signifikan level $\alpha=5\%$. Dan juga perlu memperhatikan kesesuaian antara nilai R^2 dengan nilai t maupun nilai F. Uji terhadap masing-masing hipotesis yang diajukan dapat dilakukan sebagai berikut.

1. Koefisien Determinasi (Nilai R^2).

Yaitu mengukur kemampuan variabel independen secara prosentase kumulatif dapat menjelaskan variabel dependen. Nilai R^2 terletak antara (0-1) dan jika nilai $R^2 = 0.91$ berarti variasi dari semua variabel independen mampu menjelaskan variasi variabel dependen sebesar 91% dan sisanya oleh variabel lain yang belum diketahui atau belum dimasukkan dalam model. Koefisien determinasi (R^2) pada penelitian ini dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 4.7
Hasil Pengujian Terhadap Hipotesis Koefisien Determinasi (R^2)
Model Summary^a

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.859 ^a	.738	.690	.02578

a. Predictors: (Constant), Realized yield, Inflasi, Kurs Valas, Current yield, DER, ROA, ROE, Yield to maturity, PDB

b. Dependent Variable: Harga Obligasi Syariah

Sumber: Lampiran 6

Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R Square*) dari tabel 4.7 sebesar 0,690. Hal ini berarti bahwa variasi variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini mampu menjelaskan pola pergerakan variabel dependen yakni harga obligasi syariah hanya sebesar 69%, sedangkan sisanya 31% dijelaskan oleh variabel independen lain diluar variabel penelitian ini.

2. Uji F (*Goodness of fit*)

Untuk menguji *goodness of fit* dari model yang dipergunakan dalam penelitian. Atau untuk mengetahui signifikansi/ pengaruh nyata variabel bebas secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen. Uji signifikansi dilakukan dengan cara:

- a. Jika $F_{hitung} > F_{tabel}$ → Terdapat pengaruh yang signifikan
 Jika $F_{hitung} < F_{tabel}$ → Tidak terdapat pengaruh yang signifikan
- b. Jika Sig. F < 0,05 (5%) → Terdapat pengaruh yang signifikan
 Jika Sig. F > 0,05 (5%) → Tidak terdapat pengaruh signifikan

(Sulhan, 2009:13)

Pada penelitian ini, berikut adalah hasil pengujian variabel bebas terhadap variabel terikat secara simultan/ bersama-sama.

Tabel 4.8
Hasil Uji Hipotesis Secara Simultan (Uji F)
ANOVA^b

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.092	9	.010	15.366	.000 ^a
	Residual	.033	49	.001		
	Total	.125	58			

a. Predictors: (Constant), Realized yield, Inflasi, Kurs Valas, Current yield, DER, ROA, ROE, Yield to maturity, PDB

b. Dependent Variable: Harga Obligasi Syariah

Sumber: Lampiran 6

Berdasarkan tabel uji ANOVA atau F_{test} diperoleh nilai F_{hitung} sebesar 15,366 dengan signifikan 0,000. Oleh karena $F_{hitung} > F_{tabel}$ ($15,366 > 2,081$) dan signifikansi lebih kecil dari 5% ($0,000 < 0,05$), maka dapat disimpulkan bahwa kesembilan variabel independen yaitu PDB, Inflasi, Kurs, DER, ROA, ROE, *Current yield*, *YTM* dan *Realized yield* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap Harga Obligasi Syariah.

3. Uji t (parsial).

Untuk mengetahui signifikansi variabel independen secara parsial (sendiri-sendiri) mempengaruhi variabel dependen. Uji signifikansi dilakukan dengan cara sebagai berikut:

a. Jika $t_{hitung} > t_{tabel}$ → Terdapat pengaruh yang signifikan

Jika $t_{hitung} < t_{tabel}$ → Tidak terdapat pengaruh signifikan

b. Jika $Sig\ t < 0,05$ (5%) → Terdapat pengaruh yang signifikan

Jika $Sig\ t > 0,05$ (5%) → Tidak terdapat pengaruh signifikan

(Sulhan, 2009:13)

Berikut adalah hasil pengujian variabel bebas terhadap variabel terikat secara parsial/ sendiri-sendiri.

Tabel 4.9
Hasil Pengujian Hipotesis Secara Parsial (Uji t)
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Correlations		
	B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part
1 (Constant)	-3.638	2.279		-1.597	.117			
PDB	.241	.084	.550	2.859	.006	.028	.378	.209
Inflasi	-.034	.012	-.216	-2.869	.006	-.304	-.379	-.210
Kurs Valas	.730	.187	.743	3.913	.000	.262	.488	.286
DER	-.002	.006	-.035	-.411	.683	.192	-.059	-.030
ROA	.021	.006	.308	3.183	.003	.429	.414	.233
ROE	-.006	.011	-.062	-.566	.574	-.287	-.081	-.041
Current yield	-.074	.021	-.284	-3.538	.001	-.436	-.451	-.258
Yield to maturity	.031	.011	.348	2.694	.010	-.362	.359	.197
Realized yield	.091	.024	.523	3.782	.000	.614	.475	.276

a. Dependent Variable: Harga Obligasi Syariah

Sumber: Lampiran 6

Dari hasil uji t pada tabel 4.9 dapat dijelaskan sebagai berikut:

- a. PDB (X_1) didapatkan nilai t_{hitung} 2,859 dengan nilai signifikansi 0,006. Karena signifikansi lebih kecil dari 5% (0,05) dan $t_{hitung} > t_{tabel}$ (2,839 > 2,010), maka dapat disimpulkan bahwa secara parsial variabel PDB (X_1) berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah.
- b. Inflasi (X_2) didapatkan nilai t_{hitung} 2,869 dengan nilai signifikansi 0,006. Karena signifikansi lebih besar dari 5% (0,05) dan $t_{hitung} > t_{tabel}$ (2,869 > 2,010), maka dapat disimpulkan bahwa secara parsial variabel Inflasi (X_2) berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah.
- c. Kurs valas (X_3) didapatkan nilai t_{hitung} 3,913 dengan nilai signifikansi 0,000. Karena signifikansi lebih kecil dari 5% (0,05) dan $t_{hitung} > t_{tabel}$ (3,913 > 2,010), maka dapat disimpulkan bahwa secara parsial variabel Kurs valas (X_3) berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah.
- d. DER (X_4) didapatkan nilai t_{hitung} 0,411 dengan nilai signifikansi 0,683. Karena signifikansi lebih besar dari 5% (0,05) dan $t_{hitung} < t_{tabel}$ (0,411 < 2,010), maka dapat disimpulkan bahwa secara parsial variabel DER (X_4) tidak berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah.
- e. ROA (X_5) didapatkan nilai t_{hitung} 3,183 dengan nilai signifikansi 0,003. Karena signifikansi lebih kecil dari 5% (0,05) dan $t_{hitung} > t_{tabel}$ (3,183 > 2,010), maka dapat disimpulkan bahwa secara parsial variabel ROA (X_5) berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah.
- f. ROE (X_6) didapatkan nilai t_{hitung} 0,566 dengan nilai signifikansi 0,574. Karena signifikansi lebih besar dari 5% (0,05) dan $t_{hitung} < t_{tabel}$ (0,566 < 2,010), maka

dapat disimpulkan bahwa secara parsial variabel ROE (X_4) tidak berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah.

- g. *Current yield* (X_7) didapatkan nilai t_{hitung} 3,538 dengan nilai signifikansi 0,001. Karena signifikansi lebih kecil dari 5% (0,05) dan $t_{hitung} > t_{tabel}$ (3,538 > 2,010), maka dapat disimpulkan bahwa secara parsial variabel *Current yield* (X_7) berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah.
- h. *Yield to maturity* (X_8) didapatkan nilai t_{hitung} 2,694 dengan nilai signifikansi 0,010. Karena signifikansi lebih kecil dari 5% (0,05) dan $t_{hitung} > t_{tabel}$ (2,694 > 2,010), maka dapat disimpulkan bahwa secara parsial variabel *Yield to maturity* (X_8) berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah.
- i. *Realized yield* (X_9) didapatkan nilai t_{hitung} 3,782 dengan nilai signifikansi 0,000. Karena signifikansi lebih kecil dari 5% (0,05) dan $t_{hitung} > t_{tabel}$ (3,782 > 2,010), maka dapat disimpulkan bahwa secara parsial variabel *Realized yield* (X_9) berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah.

Kemudian untuk menguji variabel dominan, terlebih dahulu diketahui kontribusi masing-masing variabel bebas yang diuji terhadap variabel terikat. Kontribusi masing-masing variabel bebas diketahui dari kuadrat korelasi sederhana (r^2) terhadap variabel terikat. (Sulhan, 2011:14). Berikut adalah tabel hasil analisis untuk mengetahui variabel independen mana yang lebih dominan berpengaruh terhadap variabel dependen, yakni harga obligasi syariah.

Tabel 4.10
Hasil Uji Variabel Dominan

Variabel	r	r ²	Kontribusi (%)
PDB (X ₁)	0,028	0,0007	0,08%
Inflasi (X ₂)	-0,304	0,0924	9,24%
Kurs Valas (X ₃)	0,262	0,0686	6,86%
DER (X ₄)	0,192	0,0368	3,69%
ROA (X ₅)	0,429	0,1840	18,40%
ROE (X ₆)	-0,287	0,0823	8,24%
<i>Current yield</i> (X ₇)	-0,436	0,1900	19,01%
<i>Yield to maturity</i> (X ₈)	-0,362	0,1310	13,10%
<i>Realized yield</i> (X ₉)	0,614	0,3769	37,70%

Sumber: Lampiran 6, diolah

Dari tabel 4.10 diatas dapat diketahui bahwa variabel yang paling dominan pengaruhnya adalah variabel *Realized yield* (X₉) yaitu memiliki kontribusi sebesar 37,70%.

4.2 Pembahasan Hasil Penelitian

4.2.1 Pengaruh PDB, Inflasi, Kurs Valas, *Debt to Equity Ratio* (DER), ROA, ROE, *Current Yield*, YTM dan *Realized Yield* terhadap Harga Obligasi Syariah secara Simultan (Bersama-sama)

Berdasarkan hasil uji F yang menunjukkan nilai F_{hitung} sebesar 15,366 dan signifikan 0,000. Oleh karena $F_{hitung} > F_{tabel}$ ($15,366 > 2,081$) dan signifikansi lebih kecil dari 5% ($0,000 < 0,05$), maka dapat disimpulkan bahwa kesembilan variabel independen yaitu PDB, Inflasi, Kurs valas, DER, ROA, ROE, *Current yield*, YTM dan *Realized yield* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap Harga Obligasi Syariah. Hal ini menunjukkan bahwa secara umum perubahan yang terjadi pada harga obligasi syariah di Indonesia ini dipengaruhi oleh

beberapa faktor, yaitu kondisi makro ekonomi, kondisi keuangan perusahaan penerbit obligasi syariah (emiten) dan nilai intrinstik dari obligasi syariah tersebut. Dengan demikian, pada kenyataannya emiten obligasi syariah ketika menetapkan harga obligasi syariah akan berpedoman atau mengacu pada beberapa faktor tersebut.

Memperhatikan kondisi ekonomi makro perlu dilakukan, hal ini sesuai teori Tandelilin (2010:339) karena kecenderungan adanya hubungan yang kuat antara apa yang terjadi pada lingkungan ekonomi makro dan kinerja suatu pasar modal. Obligasi syariah merupakan salah satu instrumen dari pasar modal. Dengan demikian, jika ingin berinvestasi pada obligasi syariah maka harus mempertimbangkan analisis ekonomi makro. Begitu juga dengan perubahan harga pada obligasi syariah tersebut yang dipengaruhi oleh kondisi ekonomi makro. Dalam penelitian ini mendukung penelitian Yuliana (2007) yaitu secara simultan inflasi dan tingkat suku bunga SBI berpengaruh signifikan terhadap *return* obligasi syariah *mudharabah*. dan Inayatul (2011) yang hasil penelitiannya secara simultan variabel independen Suku bunga SBI, Inflasi, PDB berpengaruh signifikan terhadap variabel penetapan tingkat sewa obligasi *ijarah*.

Selain faktor makro ekonomi, dalam penelitian ini juga menyatakan bahwa secara simultan faktor fundamental perusahaan berupa analisis rasio keuangan berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah. Hal ini menunjukkan bahwa pada kenyataannya emiten obligasi syariah akan melakukan perubahan pada harga obligasinya jika memang terjadi perubahan pada kondisi keuangan perusahaan tersebut. Perubahan harga pada obligasi ini dilakukan perusahaan

karena terkait permintaan para investor. Untuk membeli obligasi tersebut, para investor akan memperhatikan kesesuaian antara harga yang ditawarkan dengan kondisi keuangan penerbit obligasi tersebut. Sehingga perlu bagi perusahaan untuk menyesuaikan harga obligasinya sesuai kondisi keuangan perusahaan.

Memperhatikan kondisi keuangan perusahaan perlu dilakukan, hal ini sesuai teori Halim, (2007:156) yang menyatakan bahwa mereka yang berkepentingan terhadap perkembangan suatu perusahaan perlu mengetahui kondisi keuangan perusahaan tersebut. Kondisi suatu perusahaan akan dapat diketahui dari laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan. Melalui analisis terhadap laporan keuangan, akan dapat diketahui posisi keuangan dan hasil usaha perusahaan yang bersangkutan, dimana dari hasil analisis tersebut pihak-pihak yang berkepentingan dapat mengambil suatu keputusan. Dalam penelitian ini mendukung penelitian Puspitasari (2007) yaitu secara simultan faktor-faktor kinerja keuangan mempunyai pengaruh signifikan terhadap harga obligasi. Penelitian ini juga mendukung penelitian Inayatul (2011) yang secara simultan Faktor leverage, Rasio penutupan bunga, Rasio lancar, ROA, Aset turnover berpengaruh signifikan terhadap penetapan tingkat sewa obligasi *ijarah*.

Akan tetapi, penelitian ini menolak penelitian yang dilakukan oleh Kurniasari, (2011) yang hasil penelitiannya secara simultan tidak ada pengaruh signifikan antara variabel independen (*Current Ratio (CR)*, *Total asset turnover*, *Total Debt Equity Ratio (DER)*, ROA, ROE, dan *TIE*) terhadap variabel dependen peringkat obligasi. Perbedaan tersebut dimungkinkan karena perbedaan periode penelitian dan perusahaan yang menjadi obyek penelitian, karena berbeda tahun

berbeda juga hasil kinerja keuangan pada suatu perusahaan sehingga menunjukkan hasil yang berbeda pula pada hasil suatu penelitian.

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa selain kondisi makro ekonomi dan kondisi keuangan perusahaan, nilai intrinsik obligasi atau *yield* obligasi juga memberikan pengaruh yang signifikan secara simultan terhadap harga obligasi syariah, *yield* obligasi menurut Tandelilin, (2010:257) adalah ukuran pendapatan obligasi yang akan diterima investor. Ketika seorang investor ingin berinvestasi pada suatu obligasi, yang dilakukan adalah menganalisis pendapatannya dari beberapa macam obligasi yang ditawarkan di bursa efek dan memilih obligasi mana yang cocok dengan karakter investasinya. Setelah investor mendapatkan hasil yang sesuai antara pendapatan yang diperoleh dengan harga yang ditawarkan pada suatu obligasi, maka investor akan membeli obligasi tersebut. Demikian halnya dengan emiten, harus memberikan pendapatan yang sesuai dari obligasi yang diterbitkannya agar menarik bagi para investor untuk membelinya. Sebagian besar investor menginginkan pendapatan yang besar, oleh karena itu emiten harus dengan sebaik-baiknya memberikan keuntungan yang sesuai dengan harga obligasi tersebut.

Dalam penelitian ini mendukung teori Tandelilin, (2010:276) yaitu harga obligasi akan ditentukan oleh nilai intrinsik obligasi tersebut. Nilai intrinsik obligasi sangat terkait dengan besarnya r , yaitu tingkat keuntungan yang disyaratkan atau *yield* obligasi. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Asri Widarti (2011) yaitu *Maturitas* dan *yield* obligasi berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi, dan penelitian Wahyuningtyas (2010) yang secara simultan *yield*

to maturity, *maturitas* dan durasi obligasi berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah. Selain itu hasil penelitian ini juga mendukung teori Tandelilin, (2010: 269). Menurutnya, berbagai ukuran *yield* obligasi dapat digunakan untuk menentukan nilai suatu obligasi.

4.2.2 Pengaruh PDB, Inflasi, Kurs Valas, *Debt to Equity Ratio (DER)*, Return On Assets (ROA), Return On Equity (ROE), *Current Yield*, *Yield To Maturity (YTM)* dan *Realized Yield* terhadap Harga Obligasi Syariah Secara Parsial (Sendiri-Sendiri)

Uji parsial dalam penelitian ini menunjukkan bahwa ada tujuh variabel yang mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap harga obligasi syariah, ketujuh variabel tersebut adalah PDB, Inflasi, Kurs valuta asing, ROA, *Current yield*, *Yield to Maturity (YTM)* dan *Realized yield*.

Produk Domestik Bruto (PDB) mempunyai nilai t_{hitung} sebesar 2,859 dan nilai signifikan sebesar 0,006. Karena $t_{hitung} > t_{tabel}$ ($2,859 > 2,010$) dan nilai signifikan $< 5\%$ ($0,006 < 0,05$) maka secara parsial PDB berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Inayatul, (2011) yaitu secara parsial yang berpengaruh terhadap variabel penetapan tingkat sewa obligasi *ijarah* adalah PDB. Hal ini menunjukkan bahwa pada kenyataannya jika terjadi kenaikan atau penurunan terhadap harga produk di Indonesia maka akan mempengaruhi harga obligasi syariah, karena PDB yang digunakan adalah besaran PDB atas dasar harga berlaku yang setiap tahunnya terjadi perubahan pada harga produk. Sehingga pada penelitian ini penetapan

harga obligasi syariah yang dilakukan emiten disesuaikan dengan harga produk yang berlaku setiap tahunnya. Dari hasil uji regresi, koefisien variabel PDB berpengaruh positif terhadap harga obligasi syariah sebesar 0,241 yang menunjukkan bahwa fluktuasi yang terjadi antara PDB dengan harga obligasi syariah adalah searah. Dengan demikian, jika terjadi kenaikan satu PDB maka diikuti juga kenaikan pada harga obligasi syariah sebesar 0,241 satuan.

Inflasi mempunyai nilai t_{hitung} sebesar 2,896 dan nilai signifikan sebesar 0,006. Karena $t_{hitung} > t_{tabel}$ ($2,896 > 2,010$) dan nilai signifikan $< 5\%$ ($0,006 < 0,05$) maka secara parsial Inflasi mempunyai pengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah. Hal ini menolak hasil penelitian Yuliana, (2009) dan Inayatul, (2011) yang sama-sama menyatakan Inflasi tidak berpengaruh terhadap penetapan tingkat sewa pada obligasi syariah *ijarah* di Indonesia. Hal ini mungkin saja terjadi karena perbedaan perusahaan yang dijadikan obyek penelitian dan perbedaan periode penelitian yang juga membedakan nilai besaran inflasi di Indonesia.

Secara parsial inflasi berpengaruh terhadap harga obligasi syariah, hal ini menunjukkan bahwa penetapan harga obligasi syariah disesuaikan dengan tingkat inflasi di Indonesia. Hasil uji regresi menunjukkan bahwa koefisien variabel inflasi berpengaruh negatif terhadap harga obligasi syariah sebesar -0,034, sehingga perubahan pada inflasi berbanding terbalik dengan perubahan pada harga obligasi syariah. Menurut Dahlan, (2001:255) Inflasi adalah meningkatnya jumlah uang kertas yang beredar di masyarakat dan mengakibatkan melonjaknya harga barang-barang. Dengan kondisi seperti ini biasanya perbankan konvensional

cenderung menaikkan suku bunga, yaitu untuk menarik minat masyarakat agar mendepositokan uangnya di bank. Hal ini dilakukan dengan tujuan agar beredarnya uang kertas tidak berlebihan dan harga barang-barang menjadi stabil. Ternyata hal tersebut tidak hanya dilakukan oleh industri perbankan, namun juga dilakukan pada investasi obligasi syariah. Akan tetapi dengan cara yang berbeda, jika pada perbankan dengan cara menaikkan suku bunga, maka pada investasi obligasi syariah yang dilakukan adalah menurunkan harga obligasi tersebut dengan tujuan menurunkan tingkat inflasi dan menarik minat masyarakat yang memiliki kelebihan dana untuk berinvestasi pada obligasi. Hal ini sesuai dengan teori Samsul (2006:201) inflasi yang berlebihan dapat merugikan perekonomian secara keseluruhan, dan membuat banyak perusahaan mengalami kebangkrutan.

Kurs mempunyai nilai t_{hitung} sebesar 3,913 dan nilai signifikan sebesar 0,000. Karena $t_{hitung} > t_{tabel}$ ($3,913 > 2,010$) dan nilai signifikan $< 5\%$ ($0,000 < 0,05$) maka secara parsial Kurs mempunyai pengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah. Hal ini berarti penetapan harga obligasi syariah di Indonesia disesuaikan dengan tingkat Kurs, yaitu dalam penelitian ini digunakan Kurs Rp/\$. Hasil uji regresi menunjukkan koefisien variabel Kurs berpengaruh positif terhadap harga obligasi syariah sebesar 0,730, yaitu jika terjadi kenaikan satu Kurs maka harga obligasi syariah naik sebesar 0,730. Dengan demikian perubahan pada Kurs berbanding lurus dengan perubahan pada harga obligasi syariah. Hal ini menunjukkan bahwa pada kenyataannya harga obligasi syariah yang diteliti relatif stabil. Walaupun pada kurs terjadi apresiasi, emiten obligasi syariah cenderung mempertahankan harga obligasinya. Hal ini mendukung penelitian Edward (2007)

yaitu ditemukan adanya pengaruh signifikan positif dari variabel Kurs Rp/\$ terhadap perubahan harga obligasi.

Ketiga variabel diatas yaitu PDB, Inflasi dan Kurs masing-masing menunjukkan pengaruh yang signifikan secara parsial terhadap harga obligasi syariah. Hal ini sesuai teori Tandelilin (2010:330) yang menyatakan analisis ekonomi perlu dilakukan karena kecenderungan adanya hubungan yang kuat antara apa yang terjadi pada lingkungan ekonomi makro dan kinerja suatu pasar modal.

Selanjutnya dilihat dari faktor fundamental perusahaan atau analisis rasio keuangan. *Debt to Equity Ratio* (DER) memiliki nilai t_{hitung} sebesar 0,411 dan nilai signifikan sebesar 0,683. Karena $t_{hitung} < t_{tabel}$ ($0,411 < 2,010$) dan nilai signifikan $> 5\%$ ($0,683 > 0,05$) maka secara parsial DER tidak berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah. Penelitian ini menolak penelitian Fitra Kurniasari (2011) yaitu secara parsial yang berpengaruh signifikan terhadap rating obligasi adalah DER. Hal ini disebabkan karena menurut Kamaludin, (2011:42), DER lebih memperhatikan keseimbangan proporsi antara aktiva yang didanai oleh kreditur (utang). Variabel DER mungkin berpengaruh terhadap obligasi konvensional atau bukan obligasi syariah dimana sistem pada obligasi tersebut terdapat pembayaran kupon secara periodik yang harus dibayar emiten kepada pemegang obligasi sehingga perusahaan harus memanfaatkan hutang dengan sebaik mungkin untuk memperoleh laba sekaligus untuk membayar kupon tersebut kepada pemegang obligasi.

Sedangkan pada penelitian ini menggunakan obligasi syariah yang lebih tergantung pada kemampuan mengelola aktiva perusahaan, bukan utang. Dalam obligasi syariah tidak ada kupon, karena kupon pada obligasi konvensional sama halnya dengan bunga, sedangkan bunga menurut Islam adalah riba, maka sangat sesuai dengan Fatwa MUI 32/DSN-MUI/IX/2002 yang menjelaskan bahwa obligasi syariah merupakan obligasi yang bebas dari riba, hal ini berlandaskan pada Al-Qur'an surat Al-Imran ayat 130.

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُّضَاعَفَةً وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿١٣٠﴾

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

Maksud dari riba yang berlipat ganda disini ialah riba *nasi'ah*, menurut sebagian besar ulama bahwa riba *nasi'ah* itu selamanya haram, walaupun tidak berlipat ganda. Riba itu ada dua macam: *nasiah* dan *fadh*l. Riba *nasiah* ialah pembayaran lebih yang disyaratkan oleh orang yang meminjamkan. Riba *fadh*l ialah penukaran suatu barang dengan barang yang sejenis, tetapi lebih banyak jumlahnya karena orang yang menukarkan mensyaratkan demikian, seperti penukaran emas dengan emas, padi dengan padi, dan sebagainya. Riba yang dimaksud dalam ayat ini adalah riba *nasiah* yang berlipat ganda yang umum terjadi dalam masyarakat Arab zaman jahiliyah.

Selain itu dalam hadis yang diriwayatkan oleh Muslim: 3615, Rasulullah SAW bersabda

عَنْ أَبِي هُرَيْرَةَ قَالَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ الدَّهَبُ بِالدَّهَبِ وَزْنًا
بِوزْنٍ مِثْلًا بِمِثْلِ وَالْفِضَّةُ بِالْفِضَّةِ وَزْنًا بِوزْنٍ مِثْلًا بِمِثْلِ فَمَنْ زَادَ أَوْ
اسْتَزَادَ فَهُوَ رِبًا.

Artinya: “*Rasulullah saw bersabda: emas dengan emas sama timbangan dan ukurannya, perak dengan perak sama timbangan dan ukurannya, barang siapa meminta tambah maka termasuk riba*” (Matan lain: Ahmad 13744).

Dari hadis tersebut dapat dipahami bahwa apabila tukar menukar emas atau perak maka harus sama ukuran dan timbangannya, jika tidak sama maka termasuk riba. Dari situ dapat dipahami bahwa riba adalah *ziyadah* atau tambahan. Dalam istilah *linguistik* riba berarti tumbuh dan membesar. Akan tetapi tidak semua tambahan adalah riba. Dalam istilah fiqih, riba adalah pengambilan tambahan dari harta pokok secara batil baik dalam transaksi jual beli maupun pinjam meminjam. Sehingga dalam segala usaha harus terhindar dari praktek riba supaya mendapatkan keberuntungan.

Selanjutnya adalah variabel *Return On Asset (ROA)* memiliki nilai t_{hitung} sebesar 3,183 dan nilai signifikan sebesar 0,003. Karena $t_{hitung} > t_{tabel}$ ($3,183 > 2,010$) dan nilai signifikan $< 5\%$ ($0,003 < 0,05$) maka secara parsial ROA mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga obligasi syariah. Hal ini mendukung penelitian Kurniasari, (2011) dan bertolak belakang pada penelitian Yuliana (2008), yang menyatakan variabel ROE tidak berpengaruh secara signifikan terhadap penetapan tingkat sewa pada obligasi syariah *ijarah*.

Akan tetapi penelitian ini mendukung teori ROA dan Obligasi Syariah yang keduanya memang saling berhubungan. Hubungan kedua variabel tersebut

terletak pada pengelolaan aset perusahaan. Menurut Brigham, (2009:107) *Return on Asset* (ROA) digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam memanfaatkan aktivitya untuk memperoleh laba. Sedangkan menurut keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK) No. 130/BL/2006, sukuk (obligasi syariah) didefinisikan sebagai efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas: 1) Kepemilikan aset berwujud tertentu, 2) Nilai manfaat dan jasa aset proyek tertentu atau aktiva investasi tertentu, 3) Kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktiva investasi tertentu. Sehingga jika laba yang diperoleh perusahaan dengan memanfaatkan aktiva mengalami perubahan maka akan berpengaruh juga pada harga obligasi syariah, karena *return* obligasi syariah tergantung pada laba yang diperoleh dengan memanfaatkan aktiva perusahaan.

ROA merupakan salah satu pengukuran dari Rasio Profitabilitas dimana mengukur kemampuan emiten untuk menghasilkan keuntungan dan mengukur tingkat efisiensi operasional dan efisiensi dalam menggunakan harta yang dimilikinya (Rusdin, 2006:144).

Dalam surat Al-Furqaan ayat 67, Allah SWT berfirman:

وَالَّذِينَ إِذَا أَنْفَقُوا لَمْ يُسْرِفُوا وَلَمْ يَقْتُرُوا وَكَانَ بَيْنَ ذَلِكَ قَوَامًا

Artinya: “Dan orang-orang yang apabila membelanjakan (harta), mereka tidak berlebihan, dan tidak (pula) kikir, dan adalah (pembelanjaan itu) di tengah-tengah antara yang demikian.”

Sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam memanfaatkan harta harus dimaksimalkan dan difungsikan secara baik dan teratur, seperti dicontohkan pada ayat diatas dalam membelanjakan harta dengan tidak berlebihan, artinya sebuah harta harus dikelola dengan sebaik mungkin dan mempunyai fungsi terhadap apa yang akan diinginkan dalam suatu usaha, sehingga dapat memperoleh keuntungan yang sesuai harapan dari usaha tersebut.

Selanjutnya adalah *Return On Equity* (ROE), ROE memiliki nilai t_{hitung} sebesar 0,566 dan nilai signifikan sebesar 0,574. Karena $t_{hitung} < t_{tabel}$ ($0,566 < 2,010$) dan nilai signifikan $> 5\%$ ($0,574 > 0,05$) maka secara parsial ROE tidak berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah. Hal ini mendukung penelitian Puspitasari (2007) tetapi menolak teori Tandelilin (2010) yang menyatakan bahwa naik turunnya rasio profitabilitas akan mempengaruhi minat investor dan akan berpengaruh terhadap harga saham maupun obligasi. Ketidaksignifikan pengaruh ROE pada penelitian ini disebabkan ROE lebih memanfaatkan ekuitas pemegang saham dalam memperoleh keuntungan sedangkan dalam sistem obligasi syariah yang digunakan untuk memenuhi *return* investor yaitu berdasarkan *nisbah* (bagi hasil) atau laba dari aktiva perusahaan, bukan dari ekuitas pemegang saham, sehingga hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa secara parsial ROE tidak berpengaruh terhadap harga obligasi syariah.

Yang terakhir adalah terkait pengaruh *yield* obligasi terhadap harga obligasi syariah. Hasil penelitian menunjukkan *Current yield*, *Yield to maturity* dan *Realized yield* secara parsial berpengaruh terhadap harga obligasi syariah.

Current yield memiliki nilai t_{hitung} sebesar 3,538 dan nilai signifikan sebesar 0,001. Karena $t_{hitung} > t_{tabel}$ ($3,538 > 2,010$) dan nilai signifikan $< 5\%$ ($0,574 < 0,05$) maka secara parsial *Current yield* berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah. *Yield to maturity* (YTM) memiliki nilai t_{hitung} sebesar 2,694 dan nilai signifikan sebesar 0,010. Karena $t_{hitung} > t_{tabel}$ ($2,694 > 2,010$) dan nilai signifikan $< 5\%$ ($0,574 < 0,05$) maka secara parsial YTM berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah. *Realized yield* memiliki nilai t_{hitung} sebesar 3,782 dan nilai signifikan sebesar 0,000. Karena $t_{hitung} > t_{tabel}$ ($3,782 > 2,010$) dan nilai signifikan $< 5\%$ ($0,574 < 0,05$) maka secara parsial *Current yield* berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah.

Hal ini mendukung penelitian Widarti (2011), Wahyuningtyas (2010) dan Rismayanti (2010) yang hasil penelitiannya menyebutkan *yield* obligasi secara parsial berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi. Hal ini juga mendukung teori yang menyatakan bahwasanya harga suatu sekuritas akan ditentukan oleh nilai intrinsik dari sekuritas tersebut, dan nilai intrinsik sekuritas akan ditentukan oleh nilai sekarang (*present value*) dari semua aliran kas yang diharapkan dari sekuritas tersebut. Dalam kasus sekuritas obligasi, penentuan nilai intrinsik obligasi akan menjadi lebih mudah dibandingkan dengan penilaian sekuritas lain (misalnya saham), karena waktu dan besarnya aliran kas obligasi sudah dapat diketahui sebelumnya. (Tandelilin, 2010:271).

Dengan demikian, pada kenyataannya dalam menentukan harga obligasi syariah, disamping memperhatikan kondisi perekonomian dan keuangan perusahaan, emiten juga memperhatikan *yield* obligasi yang disyaratkan investor.

Penentuan harga obligasi harus diseimbangkan dengan pendapatan atau *yield* dari obligasi tersebut. Karena investor juga memperhatikan *yield* yang akan diperoleh sesuai harga obligasi tersebut, sehingga baik emiten maupun investor akan mendapatkan keuntungan yang adil. Dalam tinjauan syariah untuk menciptakan asas keadilan dan kesejahteraan baik harga maupun keuntungan harus terbagi secara merata sebagaimana firman Allah SWT dalam surat Al-Hasyr ayat 7:

مَا أَفَاءَ اللَّهُ عَلَى رَسُولِهِ مِنْ أَهْلِ الْقُرَى فَلِلَّهِ وَلِلرَّسُولِ وَلِذِي الْقُرْبَىٰ وَالْيَتَامَىٰ
وَالْمَسْكِينِ وَابْنِ السَّبِيلِ كَمَا لَا يَكُونُ دُولَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ وَمَا آتَاكُمْ
الرَّسُولُ فَخُذُوهُ وَمَا نَهَاكُمْ عَنْهُ فَانْتَهُوا وَاتَّقُوا اللَّهَ إِنَّ اللَّهَ شَدِيدُ الْعِقَابِ ﴿٧﴾

Artinya: “Apa saja harta rampasan (*fai-i*) yang diberikan Allah kepada RasulNya (dari harta benda) yang berasal dari penduduk kota-kota Maka adalah untuk Allah, untuk rasul, kaum kerabat, anak-anak yatim, orang-orang miskin dan orang-orang yang dalam perjalanan, supaya harta itu jangan beredar di antara orang-orang Kaya saja di antara kamu. apa yang diberikan Rasul kepadamu, Maka terimalah. dan apa yang dilarangnya bagimu, Maka tinggalkanlah. dan bertakwalah kepada Allah. Sesungguhnya Allah Amat keras hukumannya.”

Berdasarkan ayat diatas, disaat harta terdistribusi secara merata akan meningkatkan motivasi seseorang untuk berusaha dan bertanggungjawab atas kerjanya sehingga sesuatu yang didapat sesuai dengan haknya. Dengan demikian, jika emiten dalam penetapan harga obligasinya telah sesuai dengan *yield* yang disyaratkan investor dan dengan kondisi seperti itu telah cukup membantu dalam usaha yang dilakukan emiten, maka baik emiten maupun investor akan tercipta kerjasama yang baik dan saling menguntungkan. Dari sisi investor, investor akan

dengan senang hati membantu emiten membeli obligasi yang harganya sesuai dengan pendapatan yang didapatnya. Sedangkan dari sisi emiten akan menggunakan dana dari obligasi syariah tersebut dengan sebaik mungkin dalam upaya memperoleh keuntungan perusahaan dan memberi keuntungan berupa bagi hasil kepada investor.

Kesimpulan dari pembahasan ini menunjukkan bahwa dalam penelitian ini terdapat tujuh dari sembilan variabel independen yang secara parsial berpengaruh signifikan terhadap harga obligasi syariah, ketujuh variabel tersebut adalah: PDB, Inflasi, Kurs, ROA, *Current yield*, *Yield to maturity* dan *Realized yield*. Sedangkan variabel *Debt Equity Ratio* (DER) dan *Return On Equity* (ROE) secara parsial tidak berpengaruh terhadap harga obligasi syariah.

4.2.3 Variabel *Realized Yield* mempunyai pengaruh dominan terhadap Harga Obligasi Syariah

Untuk mengetahui variabel mana yang paling dominan berpengaruh terhadap harga obligasi syariah harus dilakukan suatu pengujian. Pengujian dilakukan terlebih dahulu harus mengetahui kontribusi masing-masing variabel independen yang diuji terhadap variabel independen. Kontribusi masing-masing diketahui dari koefisien determinasi regresi sederhana terhadap variabel dependen atau diketahui dari kuadrat korelasi sederhana variabel independen dan dependen. Pengujian yang telah dilakukan tersebut menunjukkan bahwa variabel yang paling dominan pengaruhnya adalah variabel *Realized yield* yaitu memiliki kontribusi sebesar 37,70%. Sehingga *Realized yield* mempunyai pengaruh yang paling dominan terhadap harga obligasi syariah. Hal ini menunjukkan bahwa *realized*

yield mempunyai pengaruh yang tinggi dalam perubahan harga obligasi syariah daripada faktor lain, seperti kondisi makro ekonomi dan kondisi keuangan perusahaan.

Menurut Tandelilin (2010:267) *realized yield* atau *yield* yang terealisasi adalah tingkat *return* harapan investor dari sebuah obligasi jika obligasi tersebut dijual kembali oleh investor sebelum waktu jatuh temponya. Dengan demikian, aktivitas investor dengan menjual kembali obligasi yang telah dibelinya sebelum waktu jatuh tempo memang sangat berpengaruh terhadap harga obligasi syariah. Menjual kembali obligasi sebelum waktu jatuh tempo tidak dilarang dalam obligasi syariah, karena termasuk dalam salah satu prinsip dari obligasi syariah sebagaimana menurut Yuliana (2008:5) Obligasi dapat dijual kembali, baik kepada pemilik dana lainnya ataupun kepada emiten (bila sesuai dengan ketentuan). Pada kenyataannya aktivitas ini memicu perubahan pada harga obligasi. Karena selain mendapatkan *return*, investor juga akan mendapatkan selisih harga antara harga jual dengan harga beli obligasi, yang tentunya harga jual akan lebih tinggi dibanding harga beli walaupun dengan selisih yang sedikit. Sehingga *realized yield* sangat mempengaruhi perubahan harga obligasi syariah. Hal ini mendukung teori yang menyatakan bahwa ukuran *yield* tersebut dapat digunakan untuk menentukan nilai suatu obligasi. Hasil penilaian obligasi tersebut akan sangat mempengaruhi harga obligasi (Tandelilin, 2010:269). Dalam penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian Puspitasari (2007) yang menyatakan *Current Ratio* mempunyai pengaruh dominan terhadap harga obligasi. Perbedaan

ini dapat terjadi karena dimungkinkan periode penelitian dan perusahaan yang diteliti berbeda, sehingga menunjukkan hasil yang berbeda pula.

Di dalam Islam melakukan transaksi dengan investasi harus sesuai dengan syariat Islam. Menurut Syahatah dan fayyadh, (2004) dalam Rouf (2010:38) surat investasi merupakan jenis surat berharga yang dikeluarkan oleh suatu perusahaan yang mencari modal atau membutuhkan modal. Surat investasi dengan sifat dan karakteristik yang sesuai dengan syariat yaitu pemegang surat investasi ikut andil dalam keuntungan dan dalam menanggung senilai prosentase harga surat itu di perbolehkan pengeluarannya, pemasaran dan bermuamalah dengannya dalam berbagai macam bentuk muamalah. Karena secara umum, segala jenis kegiatan usaha dalam perspektif syariah islamiyyah, termasuk kedalam kategori muamalah yang hukum asalnya mubah (boleh dilakukan) asalkan tidak melanggar beberapa prinsip pokok dalam syariat Islam (Rouf, 2010:38).

Hal ini sejalan dengan salah satu kaidah fiqih yang masyhur dikalangan para ulama yang berbunyi:

أَلْأَصْلُ فِي الْمَعَامَلَةِ الْإِبَاحَةُ مَا لَمْ يَدُلَّ دَلِيلٌ عَلَى تَحْرِيمِهَا

Artinya: "*Pada dasarnya, segala bentuk muamalah boleh dilakukan sepanjang tidak ada dalil yang mengharamkan*".

Dalam memilih obligasi, investor perlu mengetahui dan memilih obligasi mana yang memberikan keuntungan yang paling optimal karena keuntungan merupakan cerminan diri usaha manusia, sebagaimana sabda Rasulullah SAW, yang diriwayatkan Bukhari : 1930

حَدَّثَنَا إِبْرَاهِيمُ بْنُ مُوسَى أَخْبَرَنَا عِيسَى بْنُ يُونُسَ عَنْ ثَوْرٍ عَنْ خَالِدِ بْنِ مَعْدَانَ عَنْ
 اِمْعَدَانَ عَنِ الْمَعْدَمِ رَضِيَ اللَّهُ عَنْ رَسُولِ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ قَالَ مَا أَكَلَ أَحَدٌ
 طَعَامًا قَطُّ خَيْرًا مِنْ أَنْ يَأْكُلَ مِنْ عَمَلِ يَدِهِ وَإِنْ نَبِيَ اللَّهُ دَاوُدَ عَلَيْهِ السَّلَامُ عَانَ يَأْكُلُ
 مِنْ عَمَلِ يَدِهِ.

Artinya: "Tiada seorang makan makanan yang lebih baik, kecuali dari hasil usaha sendiri. Dan Nabi Daud as. juga makan dari hasil tangannya sendiri" (matan lain Ibn Majah : 2129, dan Ahmat : 16552, 16560).

Ekonomi Islam mempunyai visi dan misi untuk mendapatkan target hasil yaitu profit materi dan benefit-non materi, dalam arti tidak hanya menuntut profit (*Qimah madiyah* atau nilai materi) setinggi-tingginya namun juga harus mampu memperoleh dan memberikan benefit berupa pemberdayaan sosial dengan memberikan manfaat kemanusiaan yang berupa bantuan sosial (Widjajakusuma dan Yusanto, 2002:42).

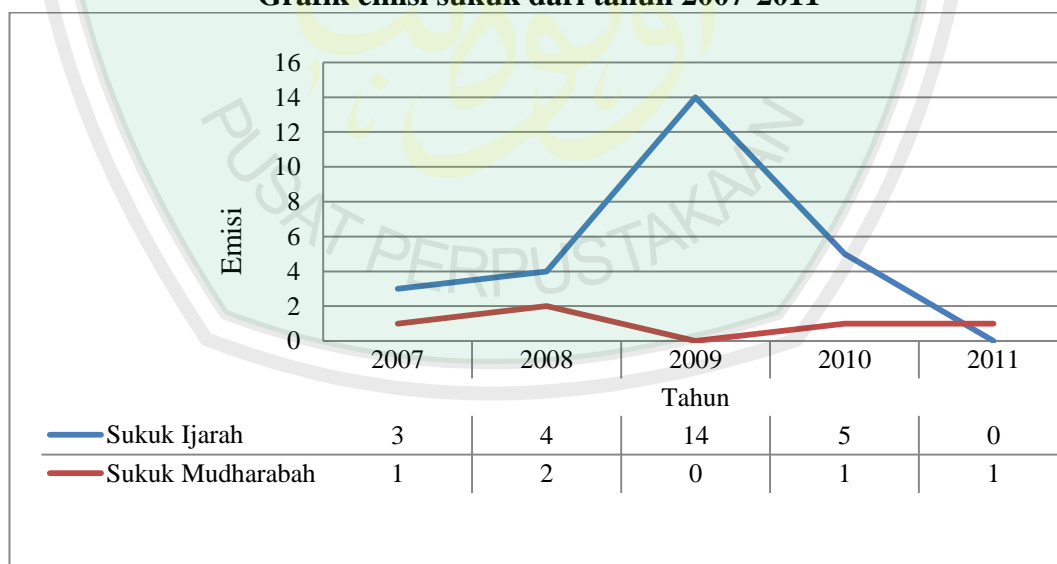
Hasil penelitian ini menunjukkan *Realized yield* mempunyai pengaruh dominan terhadap harga obligasi syariah, hal ini berhubungan dengan keuntungan dari obligasi syariah atau sukuk yang disyaratkan investor, sedangkan sukuk yang diteliti ada dua macam yaitu sukuk *mudharabah* dan *ijarah*, yang keduanya memberikan keuntungan yang berbeda-beda, baik dari sisi emiten maupun dari sisi investor.

Yuliana menyatakan bahwa skim *ijarah* (sewa) dinilai cukup prospektif bagi para emiten yang berniat untuk menerbitkan obligasi syariah, skim ini dalam beberapa hal sangat menguntungkan dari pada obligasi syariah *mudharabah* (bagi hasil). Obligasi syariah *mudharabah* memberikan *return* dengan penggunaan *term indicative/expected return* karena bersifat *floating* dan tergantung pada kinerja

pendapatan yang dibagihasilkan. Sedangkan *return* pada obligasi syariah dengan akad *ijarah* yakni menggunakan akad atau sistem sewa, sehingga besar *return* yang diberikan sama sepanjang waktu atau tetap selama obligasi berlaku. (Yuliana, 2008:2).

Hal ini juga didukung oleh kenyataan di lapangan, yang menyatakan sukuk *ijarah* lebih banyak diterbitkan oleh emiten dari pada sukuk *mudharabah*. Bursa Efek Indonesia mencatat, mayoritas sukuk yang diterbitkan emiten dari total 31 sukuk yang masih aktif diperdagangkan hingga tahun 2011 adalah sukuk *ijarah* yaitu sebanyak 26 emisi, sedangkan 4 emisi untuk sukuk *mudharabah*. Berikut adalah grafik yang menunjukkan emisi sukuk yang masih diperdagangkan hingga tahun 2011.

Gambar 4.9
Grafik emisi sukuk dari tahun 2007-2011



Sumber: www.idx.co.id. (*bond book*, 2011), diolah

Berdasarkan teori dan kenyataan yang dijelaskan oleh grafik diatas maka dari sisi emiten, sukuk *ijarah* lebih menguntungkan sehingga lebih banyak diminati emiten dari pada sukuk *mudharabah*.

Sedangkan dari sisi investor, hasil penelitian ini menunjukkan bahwasanya jenis sukuk yang lebih menguntungkan adalah sukuk *mudharabah*. Perbandingan keuntungan tersebut dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 4.11
Perbandingan keuntungan Sukuk Ijarah
dengan Sukuk Mudharabah

Jenis sukuk	Rata-rata keuntungan
Sukuk Mudharabah	
Mudharabah I Adhi 2007	8,48
Mudharabah I Mayora Indah 2008	28,27
Subordinasi Mudharabah Bank Muamalat 2008	14,36
Total rata-rata keuntungan	17,04
Sukuk Ijarah	
Ijarah Berlian Laju Tanker 2007	0,46
Ijarah Indosat II 2007	6,55
Ijarah Indosat III 2008	6,55
Ijarah PLN II 2007	4,43
Ijarah Metrodata Electronics I 2008	2,43
Ijarah I Summarecon Agung 2008	8,96
Ijarah Aneka Gas Industri I 2008	9,65
Total rata-rata keuntungan	5,58

Sumber: www.idx.co.id. (*bond book*, 2011), diolah.

Tabel diatas menunjukkan total rata-rata keuntungan sukuk *mudharabah* sebesar 17,04 lebih tinggi dari pada sukuk *ijarah* yang hanya memiliki total rata-rata keuntungan sebesar 5,58. Hal ini berarti meskipun emisi sukuk *ijarah* lebih banyak dari pada emisi sukuk *mudharabah*, akan tetapi keuntungan yang diberikan sukuk *mudharabah* kepada investor lebih tinggi dari pada sukuk *ijarah*. Dengan demikian, banyaknya emisi sukuk *ijarah* dikarenakan lebih diminati oleh emiten sedangkan yang memberikan keuntungan lebih tinggi diberikan oleh sukuk *mudharabah*.