

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 *Signalling Theori*

Signalling Theori adalah teori yang membahas tentang naik turunnya harga di pasar seperti harga saham, obligasi dan sebagainya, sehingga akan memberi pengaruh pada keputusan investor. Tanggapan para investor terhadap sinyal positif dan negative adalah sangat mempengaruhi kondisi pasar, mereka akan bereaksi dengan berbagai cara dalam menanggapi sinyal tersebut, seperti memburu obligasi yang dijual atau melakukan tindakan dalam bentuk tidak beraksi seperti “*wait and see*” atau tunggu dan lihat dulu perkembangan yang ada baru mengambil tindakan. Dan untuk dipahami keputusan *wait and see* bukan sesuatu yang tidak baik atau salah namun itu dilihat sebagai reaksi investor untuk menghindari timbulnya risiko yang lebih besar karena faktor pasar yang belum memberi keuntungan atau berpihak kepadanya (Fahmi,2014:21)

Teori Sinyal menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan sebagai acuan melakukan keputusan investasi. Implikasi teori sinyal dalam penelitian ini yaitu emiten akan memperhatikan bagaimana reaksi investor terhadap informasi yang telah diterbitkan terkait dengan sukuk (Asrori,2014).

2.2 Sukuk

Sukuk berasal dari bahasa arab “*sak*” (tunggal) dan “*sukuk*” (jamak) yang memiliki arti mirip dengan sertifikat atau note. Dalam pemahaman praktisnya, sukuk merupakan bukti (*claim*) kepemilikan. Sebuah sukuk mewakili kepentingan baik penuh maupun proporsional dalam sebuah atau sekumpulan asset. Berbeda dengan obligasi konvensional selama ini, yakni obligasi yang mewajibkan membayar hutang atau kewajiban dalam bentuk bunga (Aenurohman,2015).

Defenisi menurut fatwa DSN-MUI No: 32/DSN-MUI/IX/2002 menyatakan obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee, serta membayar kembali saat jatuh tempo. Obligasi syariah berbeda dengan dengan obligasi konvensional. Semenjak ada konvergensi pendapat bahwa bunga adalah riba, maka instrument - instrument yang mempunyai komponen bunga ini keluar dari investasi halal. Sehingga dimunculkan alternative yang dinamakan obligasi syariah.

Menurut Dewan Syariah Majelis Ulama Indonesia fatwa No. 32/DSN-MUI/IX/2002, sukuk dapat diartikan suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang di keluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil, margin/fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Dengan demikian, pemegang obligasi syariah akan mendapatkan keuntungan bukan dalam bentuk bunga melainkan dalam bentuk bagi hasil /margin/fee.

Sukuk pada prinsipnya mirip seperti obligasi konvensional, dengan perbedaan pokok, antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa sejumlah tertentu aset yang menjadi dasar penertiban sukuk, dan adanya akad atau perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Selain itu, Sukuk juga harus distruktur secara syariah agar instrumen keuangan ini aman dan terbebas dari *riba, gharar dan maysir* (Soemitra,2009:141).

Setiap investor yang menginvestasikan dananya di pasar modal syariah baik itu investor sukuk *mudharabah* maupun investor sukuk *ijarah* pasti memiliki harapan dan keinginan untuk memperoleh keuntungan yang berupa tingkat

pengembalian atau *return*. Namun, suatu *return* yang diharapkan tidak terlepas dari risiko investasi itu sendiri, risiko yang dihadapi yaitu risiko pasar dan risiko likuiditas (Soemitra,2009:158-159).

Pasar modal merupakan faktor terpenting yang harus digunakan oleh investor sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan pembelian sukuk sebagai instrument investasinya dengan menghitung *return* menggunakan *yield to maturity*, *current yield* dan *yield to call* (Hartono,2014:221).

Di samping itu, investasi obligasi juga bisa mendapatkan *capital gain* bila saat menjual obligasi mendapatkan harga yang lebih tinggi daripada harga pembeliannya. *Capital gain* juga bisa diperoleh jika pemegang obligasi mendapat diskon pada saat pembelian dalam (Soemitra,2009:140).

Obligasi syariah bukanlah surat utang seperti pada obligasi konvensional, melainkan sertifikat investasi (bukti kepemilikan) atas suatu aset berwujud atau hak manfaat (*beneficial title*) yang menjadi *underlying asset* nya. Jadi akadnya bukan akad utang-piutang melainkan investasi. Dana yang terhimpun disalurkan untuk mengembangkan usaha lama atau pembangunan suatu unit baru yang benar-benar berbeda dari usaha lama. Selain perbedaan diatas, berikut ini adalah perbedaan obligasi syariah dengan obligasi konvensional: (Nurhayati dan Wasilah, 2014:356).

Tabel 2.1
Perbedaan Obligasi Syariah Dan Obligasi Konvensional

Karakteristik	Obligasi Syariah	Obligasi Konvensional
Penerbit	Pemerintah, korporasi	Pemerintah, korporasi
Sifat Instrument	Sertifikat kepemilikan /penyertaan atas suatu aset	Instrumen pengakuan utang

Penghasilan	Imbalan, bagi hasil, margin/fee	Bunga/kupon, capital gain
Jangka waktu	Pendek – menengah	Menengah - panjang
<i>Underlying asset</i>	Perlu	Tidak perlu
Pihak yang terkait	Issuer,SPV,Investor,trustee	Obligor /issuer, investor
Price	Market Price	Market Price
Investor	Islami, konvensional	Konvensional
Pembayaran Pokok	Bullet atau amortisasi	Bullet atau amortisasi
Penggunaan hasil Penerbitan	Harus sesuai Syariah	Bebas
Dasar hukum	Undang-undang	Undang-undang
Metode Penerbitan	Lelang, bookbuilding, private placement	Lelang, bookbuilding, private placement
Ketentuan Perdagangan	Tradable	Tradable
Dokumen yang diperlukan	Dokumen pasar modal, dokumen syariah	Dokumen Pasar modal
Syariah <i>endorsement</i>	Perlu	Tidak Perlu

2.2.1 Karakteristik Sukuk

Keunggulan sukuk terletak pada strukturnya yang berdasarkan asset nyata. Hal ini memperkecil kemungkinan terjadinya fasilitas pendanaan yang melebihi nilai dari asset yang mendasari transaksi sukuk. Pemegang sukuk berhak atas bagian pendapatan yang dihasilkan dari asset sukuk di samping hak dari penjualan asset sukuk, Ciri khas lain sukuk adalah, jika sertifikat tersebut mencerminkan kewajiban kepada pemegangnya, maka sertifikat tersebut tidak dapat di perjualbelikan pada pasar sekunder sehingga menjadi instrument jangka panjang yang dimiliki hingga jatuh tempo atau dijual pada nilai nominal. Sukuk pada prinsipnya mirip seperti obligasi konvensional dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa jumlah tertentu asset

yang menjadi dasar penerbitan sukuk. Karakteristik sukuk seperti berikut ini: (Melati,2013).

Tabel 2.2. Ringkasan Karakteristik Sukuk

SIFAT	KETERANGAN
Dapat diperdagangkan	Sukuk mewakili pemilik actual dari asset yang jelas, manfaat asset atau kegiatan bisnis dan dapat diperdagangkan pada harga pasar.
Dapat Diperingkat	Sukuk dapat diperingkat dengan mudah oleh agen pemberi peringkat regional dan internasional
Dapat ditambah	Sebagai tambahan asset utama atau kegiatan bisnis, sukuk dapat dijamin dengan bentuk kolateral berdasarkan syariah lainnya
Fleksibelitas Hukum	Sukuk dapat distruktur dan ditawarkan secara rasional dan global dengan pajak yang berbeda
Dapat Ditebus	Struktur sukuk diperbolehkan untuk kepentingan penebusan

Sumber: (Khomariyah, 2015)

2.2.2 Risiko Sukuk

Nur Kholis (2010) membagi risiko sukuk menjadi risiko pasar (*market risk*), risiko operasional (*operational risk*). Sementara itu, menurut *Chartered Financiak Analyst* dalam Rusydiana dan Jarkasih (2009), risiko-risiko yang dihadapi investor sukuk adalah sebagai berikut :

1. Risiko Tingkat Pengembalian (*Rate of Return Risk*)
2. Risiko Credit (*Credit Risk*)
3. Risiko Nilai Tukar (*Foreign Exchange Rate Risk*)
4. Risiko Tingkat Harga (*Price/Collateral Risk*)
5. Risiko Likuiditas (*Liquidity Risk*)
6. Risiko kepatuhan Syariah (*Sharia Compliance Risk*)

2.2.3 Jenis-Jenis Sukuk

Accounting and Auditing Organization of Islamic financial Institutions (AAOIFI) atau Organisasi Akuntan dan Auditing Institusi Keuangan Islam mengakui beberapa tipe sukuk yang berbeda berikut ini (Iqbal dan Mirakhor,2008) :

1. Sertifikat kepemilikan asset yang diisewakan (*ijarah* sukuk) ;
2. Sertifikat kepemilikan hak guna: (i) asset yang ada, (ii) asset masa depan yang telah dideskripsikan.
3. Sertifikat *salam* ;
4. Sertifikat *istisna*;
5. Sertifikat *murabahah* ;
6. Sertifikat *musharakah* ;
7. Sertifikat *mudarabah* ;
8. Sertifikat *muzaraah* (bagi hasil panen) ;
9. Sertifikat *musaqah* (irigasi) ;
10. Sertifikat *mugharasa* (pertanian)

2.2.4 Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas, dapat mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan memperoleh laba baik dalam hubungannya dengan penjualan, asset maupun laba bagi modal sendiri (Pebruary,2013).

Return merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor untuk melakukan investasi dan merupakan imbalan atas keberanian investor untuk menanggung resiko atas investasi yang dilakukannya, Setiap investor pasti menginginkan *return* dari setiap investasi yang dilakukan,dan salah satu cara untuk mendapatkan *return* dari investasi adalah melakukan investasi yang *profitable*. Rasio profitabilitas mengukur seberapa besar keuntungan perusahaan yang diproyeksi dari besarnya tingkat pengembalian atas investasi yang dilakukan. Salah satu rasio yang dapat digunakan untuk mengukur profitabilitas dari investasi adalah GPM atau *gross profit margin* Menurut Nuraini (2010) dalam (Ernawati,2015).

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu pada tingkat penjualan, *asset*, dan modal saham tertentu. Proksi yang digunakan untuk menghitung rasio profitabilitas yaitu rasio *Return On Asset Ratio* (ROA) rasio ini menunjukkan berapa besar laba bersih diperoleh perusahaan bila diukur dari nilai asetnya. Semakin besar rasionya semakin baik karena perusahaan dianggap mampu dalam membayar kewajibannya. Semakin tinggi tingkat profitabilitas, maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar atau *default risk*. Semakin tinggi profitabilitas, memungkinkan perusahaan memperoleh peringkat yang semakin tinggi. Menurut (Harahap, 2009) dalam (Saputri dan Purbawangsa,2016).

Rasio Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan mendapatkan laba melalui semua kemampuan, dan sumber yang ada seperti kegiatan penjualan, kas, modal, jumlah karyawan, jumlah cabang, dan sebagainya. Rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba disebut juga Operating Ratio (Harahap,2015:304)

2.2.5 Rasio Leverage

Leverage merupakan salah satu faktor yang dapat berpengaruh terhadap peringkat obligasi. *Leverage* adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang atau mengukur sejauh mana perusahaan dibiayai dengan hutang.

Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi cenderung memiliki kemampuan yang rendah dalam memenuhi kewajibannya. Semakin tinggi *leverage* berarti semakin besar aset didanai dari hutang. Proksi rasio *leverage* yang digunakan adalah *Debt to Equity Ratio* (DER). DER digunakan untuk melihat seberapa besar perusahaan dibiayai oleh utang atau pihak luar. Semakin besar *leverage*, semakin besar risiko *default* perusahaan, semakin rendah *leverage*, semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan. Harahap (2009) dalam (Saputri dan Purbawangsa,2016).

Leverage berpengaruh negatif terhadap *rating* obligasi. Semakin rendah nilai rasio, maka semakin kecil aktiva yang didanai dengan utang. Tingkat *leverage* yang tinggi kurang baik karena tanggungan beban bunga utang. Apabila tingkat *leverage* yang tinggi (*extreme leverage*) menyebabkan perusahaan tidak mampu melunasi seluruh kewajibannya (termasuk obligasi), maka peringkat obligasi perusahaan menjadi kurang baik. Menurut Estiyanti (2012) dalam (Saputri dan Purbawangsa,2016).

Rasio *Leverage* tinggi berarti perusahaan menggunakan utang yang tinggi, penggunaan utang yang tinggi akan meningkatkan profitabilitas, dilain pihak utang yang tinggi juga akan meningkatkan resiko. Jika perusahaan menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham yang baik, maka rasio profitabilitas tinggi. Hal ini menunjukkan efisiensi dan efektivitas pengelolaan yang semakin baik. Maka pengaruhnya akan baik untuk rating sukuk dari perusahaan tersebut. Menurut Hanafi (2004) dalam (Pebruary,2013).

Rasio ini menggambarkan hubungan antara utang perusahaan terhadap modal maupun aset. Rasio ini dapat melihat seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh utang atau pihak luar dengan kemampuan perusahaan yang digambarkan oleh modal (*equity*). Perusahaan yang baik mestinya harus memiliki komposisi modal yang lebih besar dari utang. Rasio ini bisa juga dianggap bagian dari rasio solvabilitas (Harahap,2015:306).

2.2.6 Rasio Aktivitas

Rasio Manajemen aset yang terakhir adalah Rasio Perputaran Total Aset (*Total Assets Turnover Ratio*), Mengukur perputaran seluruh aset perusahaan, dan dihitung dengan membagi penjualan dengan total aset. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan operasional dari total aset yang dimilikinya (Brigham dan Houston,2010:139).

Rasio ini menggambarkan aktivitas yang dilakukan perusahaan dalam menjalankan operasinya baik dalam kegiatan penjualan, pembelian dan kegiatan lainnya (Harahap,2015:308).

2.2.7 Rasio Likuiditas

Obligasi yang likuid adalah obligasi yang banyak beredar di kalangan pemegang obligasi serta sering diperdagangkan oleh investor di pasar obligasi. Apabila obligasi yang dibeli mempunyai likuiditas yang cukup tinggi maka harga obligasi tersebut cenderung stabil dan meningkat. Tetapi apabila likuiditas obligasi tersebut rendah, harga obligasi tersebut cenderung melemah. Oleh karena itu saat membeli obligasi hendaknya memilih obligasi yang likuid yaitu yang selalu diperdagangkan di pasar obligasi serta diminati oleh investor. Likuiditas (*liquidity*) berhubungan dengan kecepatan suatu aktiva di jual dengan harga yang wajar. Aktiva yang tidak liquid akan dijual dengan nilai diskon jika harus dijual dengan segera untuk menarik minat pembeli. Investor perlu mempertimbangkan bagian portofolio yang minimal yang likuid agar segera dapat dicairkan menjadi uang untuk berjaga-jaga terhadap kejadian tak terduga yang membutuhkan dana dengan segera (Hartono,2014:697).

Suatu aset *Likuid* dapat diubah dengan cepat menjadi kas pada “nilai pasar yang wajar “. Aset nyata biasanya yang bervariasi. Karena likuiditas penting artinya, investor memasukkan suatu **premi likuiditas** (*liquidity premium-LP*) di dalam tingkat bunga yang dibebankan pada berbagai efek utang. Meskipun sulit untuk mengukur premi likuiditas secara akurat, terdapat perbedaan secara akurat, terdapat perbedaan sebesar minimal dua dan kemungkinan empat sampai lima poin persentase antara aset keuangan yang paling tidak likuid dan yang paling likuid dengan risiko gagal bayar dan jatuh tempo yang sama, dalam (Brigham dan Houston,2010:239).

Risiko Likuiditas obligasi yang dimiliki ini sangat penting, sebab jika suatu obligasi tidak likuid. Maka proses pencairan menjadi uang kas akan terhambat. Inilah yang akan mempengaruhi struktur keuangan (Aisyah,2014).

Faktor risiko Likuiditas akan dialami oleh semua jenis sukuk dalam pasaran, karena kecenderungan investor untuk keluar lebih awal sebelum kontrak sukuk berakhir merupakan ciri-ciri investasi jangka panjang. Oleh karena itu, jika pasar likuiditas tidak diperoleh secara mudah, maka investasi dalam kontrak sukuk akan menghadapi risiko likuiditas. Risiko Likuiditas ini dapat diminimalisir dengan cara pemerintah menyediakan cadangan yang likuid sehingga apabila ada investor yang ingin keluar dan mencairkan asset sukuknya, maka pemerintah telah mempersiapkan sarana likuiditas secara baik (Nurdin,2014).

Sebagai contoh Bursa Efek Surabaya adalah pasar modal dengan bentuk OTC (*over the counter*) dengan sistem perdagangan menggunakan *dealer*. Untuk obligasi yang akan dijual oleh investor, *bid-ask spread* menunjukkan perbedaan antara nilai permintaan tertinggi investor mau menjual dan penawaran terendah *dealer* mau membeli. Untuk obligasi yang akan dibeli oleh investor, *bid-ask spread* menunjukkan perbedaan antara nilai permintaan *dealer* mau menjual dan penawaran terendah investor mau membeli (Hartono,2014:221).

Rasio likuiditas (*current ratio*) mengukur bahwa perusahaan mampu memenuhi utang jangka pendeknya (jatuh tempo kurang dari satu tahun) dengan menggunakan aktiva lancar. Sehingga semakin rendah rasio menunjukkan likuiditas jangka pendek yang rendah. Sebaliknya jika rasionya tinggi menunjukkan kelebihan aktiva lancar (likuiditasnya tinggi dan resiko rendah). Resiko rendah berarti akan mempengaruhi rating sukuknya semakin tinggi. Menurut (Hanafi, 2004) dalam (Pebruary, 2013).

Rasio Likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya. Rasio-rasio ini dapat dihitung melalui sumber

informasi tentang modal kerja yaitu pos-pos aktiva lancar dan utang lancar (Harahap,2015:301).

2.2.8 Rasio Pasar

Reaksi pasar mengukur kecepatan pasar untuk bereaksi dengan cepat dan benar atas sebuah informasi, Artinya bahwa ketika terdapat suatu informasi baru yang dipublikasikan di pasar, maka hal ini akan direspon pelaku pasar/investor yang disebut reaksi pasar. Informasi atau fakta material adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada Bursa Efek atau keputusan pemodal, calon pemodal atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut (UU No. 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal pasal 1 ayat 4) Menurut Tandelilin, (2010) dalam (Fatimatuzzahra dan Herlambang,2014).

Risiko pasar merupakan besarnya penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan dengan tingkat pengembalian actual. Investor dalam menjalankan aktifitas investasinya dihadapkan oleh 2 macam resiko, yaitu resiko sistematis dan resiko tidak sistematis. Risiko tidak sistematis berkaitan dengan kejadian khusus yang terjadi pada perusahaan tertentu, seperti pemogokan, program pemasaran yang gagal, pergantian kepemimpinan, dan sebagainya. Sedangkan risiko sistematis adalah resiko sekuritas yang tidak dapat dihilangkan. Umumnya berasal dari faktor yang secara sistematis mempengaruhi perusahaan seperti inflasi, nilai mata uang, dan suku bunga. Risiko sistematis disebut juga (*market risk*) atau risiko pasar, Menurut Endri (2011) dalam (Fatimatuzzahra dan Herlambang,2014).

Risiko pasar adalah risiko akibat perubahan harga pasar, antara lain risiko berupa perubahan nilai tukar berupa perubahan nilai dari aset yang dapat diperdagangkan atau disewakan. Tujuan dari manajemen risiko pasar ini adalah untuk meminimalkan kemungkinan dampak negatif akibat perubahan kondisi pasar terhadap aset dan permodalan risiko pasar terdiri atas risiko nilai tukar, risiko

komoditas dan risiko ekuitas. Risiko nilai tukar adalah risiko akibat perubahan nilai posisi TB (*Trading Book*) dan BB (*Banking Book*) yang disebabkan oleh perubahan nilai tukar valuta asing dan harga emas. Risiko komoditas adalah risiko yang terjadi akibat perubahan harga instrumen keuangan dari posisi TB (*Trading Book*) dan BB (*Banking Book*) yang disebabkan oleh perubahan harga komoditas. Risiko ekuitas merupakan risiko akibat perubahan harga instrumen keuangan dari TB (*Trading Book*) yang disebabkan oleh perubahan harga saham dan obligasi (Fahmi,2014:538).

Berdasarkan PBI No.11/25/PBI/2009 dan PBI No. 13/23/PBI/2011 menyatakan bahwa risiko pasar pada konvensional dengan syariah berbeda, dimana konvensional berdasarkan pada sistem bunga, sedangkan syariah berdasarkan sistem bagi hasil.

Pada Obligasi Konvensional terdapat kegiatan utama pada aktivitas *trading*. *Trading* adalah jual beli instrumen keuangan atas nama bank dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan jangka pendek dari perubahan yang diharapkan atas harga pasar yang menentukan nilai suatu instrumen keuangan. *Instrument trading* ini meliputi instrument tunai dan instrumen berjangka. Risiko pasar adalah gejolak (*variability*) *return* suatu investasi sebagai akibat dari fluktuasi transaksi di pasar keseluruhan. *Market Risk* disebabkan oleh peristiwa-peristiwa yang bersifat menyeluruh yang memengaruhi kegiatan pasar secara umum (*aggregate*), seperti resesi, peperangan, perubahan struktur perekonomian (misalnya dari sektor pertanian ke sektor industri atau dari sektor industri ke sektor jasa), dan perubahan selera konsumen. Akibatnya, *return* surat-surat berharga yang terkait dengan perubahan faktor-faktor tersebut juga akan terpengaruh, Misalnya pembangunan sektor telekomunikasi yang makin pesat akibat dari permintaan pelayanan jasa komunikasi yang makin besar, sehingga pelaku pasar menilai dan bereaksi bahwa perusahaan telekomunikasi akan mempunyai prospek yang lebih baik di masa yang akan datang. Akibatnya, harga saham perusahaan telekomunikasi akan meningkat. Sementara itu, tekanan yang makin gencar terhadap penebangan kayu hutan tropis dari masyarakat sendiri (domestik) dan

dunia internasional, menyebabkan pelaku pasar menilai bahwa perkembangan industri kayu lapis akan menurun. Akibatnya, investasi pada obligasi perusahaan kayu lapis yang tadinya diperkirakan akan memberikan *return* yang tinggi, pada kenyataannya meleset jauh di bawah harapan (Fonna damn Mutia,2015).

Risiko yang diukur dengan deviasi standar (*standard deviation*) yang menggunakan data historis dengan menggunakan metode *Value at Risk* (VAR) (Hartono,2014:287).

Rasio ini ,erupakan rasio yang lazim dan khusus dipergunakan di pasar modal yang menggambarkan situasi/keadaan prestasi perusahaan dipasar modal. Tidak berarti rasio lainnya tidak dipakai (harahap,2015:310).

2.3 Penelitian Terdahulu

Berdasarkan penelitian terdahulu dijelaskan pada tabel dibawah ini:

No	Nama Peneliti dan Tahun	Judul Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
1	Sufuyanti dan Wardani (2013)	Dampak Rasio Keuangan Terhadap Peringkat Obligasi Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	Liquidity, Profitability, Leverage, Bond Rating	Hasil Penelitian Adalah Likuiditas, Leverage, Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap Peringkat Obligasi
2	Pebruary (2013)	Pengaruh Rasio Profitabilitas, Rasio Likuiditas, Rasio	Sukuk rating corporation, Profitability	Hasil penelitian ini menunjukan rasio laverage

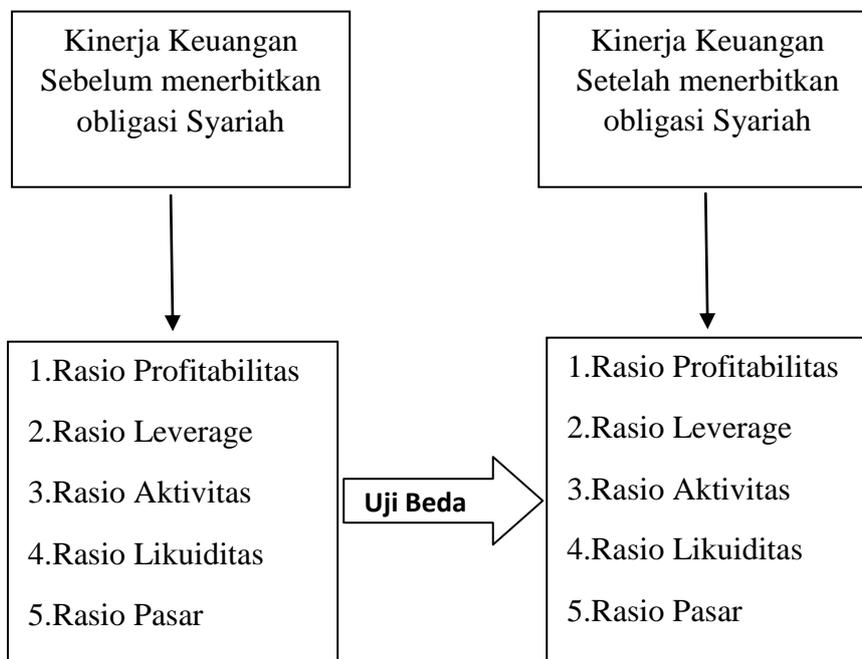
		Leverage Dan Pendapatan Bunga Terhadap Rating Sukuk Korporasi Periode 2010-2013	ratio, Liquidity ratio, Laverage ratio, Interest income	5% signifikan dan rasio liquidity berpengaruh signifikan terhadap Peringkat sukuk. Dan signifikan 10%, rasio profitabilitas dan pendapatan bunga berpengaruh signifikan terhadap Peringkat sukuk
3	Afiani (2013)	Pengaruh Likuiditas, Produktivitas, Profitabilitas, Dan Leverage Terhadap Peringkat Sukuk (Studi Empiris Pada Bank Umum Syariah Dan Unit Usaha Syariah Periode 2008-2010)	Lverage Liquidity Productivity Profitability Sukuk Rating.	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengujian secara simultan ke empat variabel tidak mempengaruhi peringkat sukuk. Pengujian secara parsial, variabel likuiditas dan profitabilitas mempengaruhi peringkat

				sukuk, sedangkan produktivitas dan leverage tidak mempengaruhi peringkat sukuk.
4	Mardiah, Malik Dan Nurdin (2014)	Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Dan Leverage Terhadap Peringkat Sukuk (Penelitian Terhadap Perusahaan-Perusahaan Yang Menerbitkan Sukuk dan Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Selama Periode 2009-2014)	Rasio Likuiditas, Rasio Profitabilitas, Rasio Leverage dan Peringkat Sukuk	Hasil Penelitian Ini Menunjukkan Bahwa Rasio Likuiditas, Profitabilitas Dan Leverage Berpengaruh Terhadap Peringkat Sukuk
5	Saputri dan Purbawangsa (2016)	Pengaruh <i>Leverage</i> , Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, Dan Jaminan Terhadap Peringkat Obligasi Sektor Jasa Di Bursa Efek Indonesia	Peringkat Obligasi, <i>Leverage</i> (ROA), Profitabilitas (DER), Pertumbuhan Perusahaan,	Hasil Penelitian Ini Menunjukkan Bahwa Variabel <i>Leverage</i> Dan Profitabilitas Berpengaruh Sedangkan Variabel

			Jaminan	Pertumbuhan Perusahaan Dan Jaminan Tidak Terpengaruh Terhadap Peringkat Obligasi
6	Ismail (2016)	Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Perusahaan Setelah Menerbitkan Obligasi Syariah (Studi Empiris Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia)	Obligasi Syariah, Kinerja Keuangan, NPM, ROA, ROE, TATO, DER, DR, CR, EPS	Hasil uji hipotesis menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan pada rasio <i>Total Assets Turn Over</i> , namun tidak adanya perbedaan yang signifikan pada rasio-rasio keuangan perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah.

2.4 Kerangka Pemikiran

Kerangka Pemikiran secara diagramatik diilustrasikan sebagai berikut:



2.5 Bangunan Hipotesis

Berdasarkan kerangka pemikiran, hipotesis ini adalah:

2.5.1 Perbedaan profitabilitas sebelum dan setelah menerbitkan obligasi syariah

Inovasi baru yang lahir dari perusahaan menghasilkan aktivitas perusahaan yang tinggi. Peningkatan aktivitas ini terkait dengan adanya penawaran dan permintaan di pasar barang dan jasa. Selain itu, peningkatan pada pasar barang dan jasa mempengaruhi *cash in flow* perusahaan. Obligasi syariah diibaratkan sebagai *Comercial Paper*, yaitu memiliki nilai nominal dan jangka waktu pembayaran. Angka nominal yang tertera di obligasi menggambarkan angka-angka yang akan keluar masuk berupa kas secara tunai karena obligasi dibeli melalui perusahaan (Fahmi, 2012:175).

Sifat yang dimiliki tersebut membuat penerbitan obligasi syariah harus dijaga keseimbangannya. Risiko yang dapat muncul dari ketidakseimbangan arus kas masuk dan keluar dengan produksi yang dilakukan berupa, kesempatan dalam menghasilkan laba/*profit* yang berkurang. Laba yang dihasilkan perusahaan berdampak pada besarnya imbal hasil yang akan diperoleh investor (Puspitadewi:2010).

H1: Terdapat Perbedaan Profitabilitas sebelum dan sesudah menerbitkan obligasi

2.5.2 Perbedaan Leverage Sebelum dan setelah menerbitkan obligasi syariah

Rasio *leverage* merupakan rasio keuangan yang menunjukkan proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi terhadap modal yang dimiliki (Mahfudhoh dan Cahyonowati, 2014). Semakin besar *leverage* perusahaan, semakin besar risiko kegagalan perusahaan. Semakin rendah *leverage* perusahaan, semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan (Nurdin, 2014).

Hal ini mengindikasikan tingginya tingkat *leverage* mengakibatkan perusahaan dihadapkan pada risiko kegagalan perusahaan karena cenderung memiliki kemampuan yang rendah dalam melunasi kewajibannya dan peringkat obligasi menjadi turun. Semakin rendah *leverage* maka semakin baik peringkat yang diberikan kepada perusahaan. Rasio ini seringkali diukur dengan menggunakan *debt ratio* yaitu rasio yang dipergunakan untuk mengukur jumlah aktiva perusahaan yang di biayai oleh utang atau modal yang berasal dari kreditur Menurut Satoto (2011) dalam (Afiani,2013).

Menurut Estianti (2012) dalam (Pebruary,2013), menemukan bahwa semakin rendah *leverage* perusahaan semakin tinggi peringkat obligasi yang diberikan pada perusahaan. Penelitian lain yang dilakukan oleh Winda (2012) dan (Saputri,2014) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan negatif terhadap peringkat obligasi. Sehingga ada kecenderungan bagi perusahaan yang

memiliki *leverage* tinggi akan memperoleh peringkat obligasi yang lebih rendah.

Berdasarkan penjabaran tersebut, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H2: Terdapat Perbedaan Leverage sebelum dan sesudah menerbitkan obligasi

2.5.3 Perbedaan Rasio Aktivitas Sebelum dan setelah menerbitkan obligasi syariah

Menurut Fahmi (2012:174) penerbitan obligasi oleh perusahaan berkaitan dengan produksi (*goods and service*), baik produk baru maupun tidak. Hal ini mempengaruhi tingkat aktivitas dalam perusahaan. Inilah yang kemudian menjadi penyebab adanya peningkatan aktivitas pada perusahaan ketika arus dana hasil penerbitan obligasi masuk kedalam perusahaan.

H3: Terdapat Perbedaan Aktivitas sebelum dan sesudah menerbitkan obligasi

2.5.4 Perbedaan Rasio Likuiditas Sebelum dan setelah menerbitkan obligasi syariah

Rasio Likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menyelesaikan kewajibannya jangka pendeknya. Perusahaan yang *likuid* dan mempunyai aktiva lancar lebih besar dibandingkan hutang lancarnya mampu dengan baik memenuhi kewajiban keuangannya tepat waktu. Salah satu alat yang dipakai untuk mengukur likuiditas adalah dengan menggunakan rasio lancar (*current ratio*). penelitian yang dilakukan Almilia (2007) dalam (Afiani,2007) menunjukkan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara finansial akan mempengaruhi prediksi peringkat obligasi.

Berdasarkan penjabaran tersebut, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H4: Terdapat Perbedaan Likuiditas sebelum dan sesudah menerbitkan obligasi

2.5.5 Perbedaan Rasio Pasar Sebelum dan setelah menerbitkan obligasi syariah

Risiko Pasar mengukur seberapa nilai pasar perusahaan dibanding nilai buku, lebih dari itu rasio ini mengukur bagaimana nilai perusahaan di masa lalu. Apabila pasar bergairah (*bullish*) umumnya semua surat berharga di bursa efek mengalami kenaikan. Sebaliknya pasar lesu (*bearish*), surat-surat berharga akan ikut pula mengalami penurunan. Sehingga sukuk *ijarah* lebih aman di bandingkan sukuk *mudharabah* karena akad *ijarah* telah ditetapkan di awal. (Soemitra,2009:158).

Dibandingkan dengan investasi akad *mudharabah*, akad *ijarah* mengandung risiko usaha yang lebih rendah yaitu adanya pendapatan *ijarah* yang relatif tetap, hal ini terbukti dengan hasil penelitian secara statistik hasilnya menunjukkan adanya perbedaan antara risiko pasar sukuk *ijarah* dengan sukuk *mudharabah* menurut Yahya (2013:252) dalam (Aisah,2014).

Hasil Penelitian ini mendukung penelitian Puspita Dewi (2010) yang meneliti tentang risiko pasar pada portofolio obligasi dengan sukuk, ternyata pada penelitian ini walaupun objek yang digunakan berbeda, tetapi hasil penelitian statistiknya menunjukkan terdapat perbedaan antara sukuk *ijarah* dengan sukuk *mudharabah*. Pada penelitian ini terlihat bahwasanya sukuk *ijarah* lebih dapat meminimalkan kemungkinan dampak negatif akibat perubahan kondisi pasar terhadap aset dan permodalan investasi dengan memiliki risiko investasi lebih rendah dibandingkan sukuk *mudharabah*. (Fonna dan Mutia,2015).

H5: Terdapat Perbedaan rasio pasar sebelum dan sesudah menerbitkan obligasi