

## BAB II

### PEMBAHASAN

#### A. Deskripsi Teori

##### 1. Teori Sinyal

Teori sinyal atau (*signalling theory*) merupakan salah satu pilar dalam memahami manajemen keuangan. Secara umum, sinyal diartikan sebagai syarat yang dilakukan oleh perusahaan kepada investor. Sinyal tersebut dapat berwujud dalam berbagai bentuk, baik yang langsung dapat diamati maupun yang harus dilakukan penelaahan lebih mendalam untuk lebih mengetahuinya. Sinyal yang disampaikan melalui aksi korporasi dapat berupa sinyal positif maupun sinyal negatif.<sup>1</sup>

Teori persinyalan merupakan suatu perilaku manajemen perusahaan dalam memberi petunjuk kepada investor terkait pandangan manajemen terhadap prospek perusahaan untuk masa mendatang. Menurut Rustiarini dalam teori sinyal merupakan sinyal-sinyal keberhasilan atau kegagalan yang harus disampaikan perusahaan. Hal ini menunjukkan karena adanya asimetri informasi yang terjadi antara manajemen dengan pihak pemangku kepentingan.<sup>2</sup> Asimetri informasi dapat terjadi diantara dua kondisi yaitu perbedaan informasi yang kecil sehingga tidak mempengaruhi manajemen atau perbedaan yang sangat signifikan sehingga dapat berpengaruh terhadap manajemen dan peringkat obligasi.

Asimetri informasi muncul karena adanya salah satu pihak yang mempunyai informasi lebih baik, misalnya seorang manajer yang mengetahui informasi mengenai prospek perusahaan yang lebih baik dibandingkan dengan para investornya. Berkaitan dengan asimetri informasi, sangat sulit bagi para investor dan kreditur untuk membedakan antara perusahaan yang berkualitas tinggi dengan perusahaan berkualitas rendah. Teori sinyal mengemukakan bagaimana seharusnya perusahaan memberikan sinyal pada pengguna laporan keuangan. Informasi berupa pemberian peringkat obligasi yang di publikasikan diharapkan dapat menjadi sinyal kondisi keuangan

---

<sup>1</sup> Fenti Fauziah, *Kebijakan Bank, Dividen dan Nilai Perusahaan: Teori dan Kajian Empiris*, (Samarinda: Pustaka Horizon, 2017), 11.

<sup>2</sup>Yoginanta Braja Kusuma, "Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Peringkat Sukuk Perusahaan Korporasi" (Skripsi, UII Yogyakarta, 2018), 12.

perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki.<sup>3</sup>

Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena melalui informasi dasarnya dapat menyajikan keterangan dan gambaran baik keadaan masa lalu, masakini maupun masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup perusahaan dan pihak yang terkait, serta merupakan media komunikasi antara perusahaan dengan pihak yang berkepentingan atas perkembangan perusahaan. Informasi yang terkait, relevan, akurat dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai analisis untuk mengambil keputusan investasi. Dengan demikian, teori sinyal menjelaskan alasan perusahaan menyajikan informasi pasar modal. Teori ini mengemukakan pentingnya perusahaan memberikan sinyal-sinyal bagi para pihak berkepentingan atau calon investor.<sup>4</sup>

## 2. Pasar Modal Syariah

### a. Pengertian Pasar Modal Syariah

Secara etimologis, untuk istilah pasar digunakan kata bursa, *exchange*, dan *market*. Adapun untuk istilah modal sering digunakan kata efek, *securities*, dan *stock*. Menurut undang-undang No.8 tahun 1995 tentang pasar modal, yang dimaksud dengan pasar modal adalah kegiatan yang berkaitan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Dalam perkembangannya, pasar modal dikenal dengan nama bursa efek. Bursa efek menurut pasal 1 ayat 4 UU No.8 tahun 1996 tentang pasar modal adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek diantara mereka.<sup>5</sup>

Sedangkan pasar modal syariah secara sederhana dapat diartikan sebagai pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah dalam kegiatan transaksi ekonomi dan

<sup>3</sup>Indah Wijayanti, "Faktor Faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi", *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 3, no. 3(2014), 3.

<sup>4</sup>Yoginanta Braja Kusuma, "Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Peringkat Sukuk Perusahaan Korporasi", 13.

<sup>5</sup>Nur Rianto, *Lembaga Keuangan Syariah* (Bandung: Pustaka Setia, 2012), 344.

terlepas dari hal-hal yang dilarang seperti: riba, perjudian, spekulasi dan lain lain. Pasar modal syariah secara prinsip berbeda dengan pasar modal konvensional.<sup>6</sup>

Menurut MM. Metwally keberadaan pasar modal syariah secara umum berfungsi:<sup>7</sup>

- 1) Memungkinkan bagi masyarakat dalam berpartisipasi dalam kegiatan bisnis dengan memperoleh bagian dari keuntungan dan risikonya.
- 2) Memungkinkan para pemegang saham menjual sahamnya guna mendapatkan likuiditas.
- 3) Memungkinkan perusahaan meningkatkan modal dari luar untuk membangun dan mengembangkan lini produksinya.
- 4) Memisahkan operasi kegiatan bisnis dari fluktuasi jangka pendek dan harga saham yang merupakan ciri umum pada pasar modal konvensional.
- 5) Memungkinkan investasi pada ekonomi itu ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis sebagaimana tercermin pada harga saham.

#### **b. Instrument Pasar Modal Syariah**

Instrument pasar modal pada prinsipnya adalah semua surat-surat berharga (efek) yang umum diperjual belikan melalui pasar modal. Efek adalah setiap surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, sekuritas kredit, tanda bukti utang, right, warrants, opsi, atau setiap derivatif dari efek atau setiap instrument yang ditetapkan oleh Bapepam LK sebagai efek.<sup>8</sup>

Efek yang diperjual belikan di pasar modal syariah adalah efek yang akad, pengelolaan perusahaan, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah yang didasarkan atas ajaran islam yang penetapannya dilakukan oleh DSN MUI dalam bentuk fatwa. Sampai saat ini, efek-efek syariah menurut fatwa DSN MUI No.40/DSN-MUI/X/2003 tentang pasar modal dan pedoman umum penerapan prinsip syariah di bidang pasar modal mencakup:

---

<sup>6</sup> Andri Soemitra, *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah* (Jakarta: Kharisma Putra Utama, 2009), 111.

<sup>7</sup> Andri Soemitra, *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah*, 114.

<sup>8</sup> M. Nur Rianto, *Lembaga Keuangan Syariah* (Bandung: Pustaka Setia, 2012), 351.

- 1) Saham syariah, adalah bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang memenuhi kriteria berdasarkan prinsip syariah dan tidak termasuk saham yang memiliki hak-hak istimewa.
- 2) Obligasi syariah, adalah 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 dana obligasi pada saat jatuh tempo.
- 3) Reksa dana syariah, adalah reksa dana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip syariah islam, baik dalam akad antara pemodal sebagai pemilik harta (*shahib al-mal/rabb al-mal*) dengan manajer investasi, begitu pula pengelolaan dana investasi sebagai wakil *shahib al-mal*, maupun antara manajer investasi sebagai wakil *shahib al-mal* dengan pengguna investasi.
- 4) Efek beragun aset syariah, adalah efek yang diterbitkan oleh kontrak investasi kolektif EBA syariah yang portofolio-nya terdiri dari aset keuangan berupa tagihan yang timbul dari surat berharga komersial, tagihan yang timbul dikemudian hari, jual beli pemilikan aset fisik oleh lembaga keuangan, efek bersifat investasi yang dijamin oleh pemerintah, sarana peningkatan investasi/ arus kas serta aset keuangan setara, yang sesuai dengan prinsip syariah.
- 5) Surat berharga komersial syariah, adalah surat pengakuan atas suatu pembiayaan dalam jangka waktu tertentu yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.<sup>9</sup>

### 3. Obligasi Syariah

#### a. Pengertian Obligasi Syariah

Secara singkat, AAOIFI (*The Accounting and Auditing Organization of Islamic Financial Institution*) mendefinisikan obligasi syariah sebagai sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan yang tidak dibagikan atas suatu aset, hak manfaat, dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan investasi tertentu.<sup>10</sup> Sedangkan pengertian

<sup>9</sup> Dewan Syariah Nasional MUI, "Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal", Pasal 40 (2003), 7.

<sup>10</sup> Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah dan Praktik Pasar Modal Syariah* (Bandung: Pustaka Setia, 2013), 174.

obligasi syariah sesuai dengan fatwa dewan syariah nasional No.32/DSN-MUI/IX/2002 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 dana obligasi pada saat jatuh tempo.<sup>11</sup> Dengan demikian, pemegang obligasi syariah akan mendapatkan keuntungan bukan dalam bentuk bunga merupakan dalam bentuk bagi hasil/*margin/fee*.

Sebagai salah satu efek syariah, obligasi syariah memiliki karakteristik yang berbeda dengan obligasi konvensional. Obligasi syariah bukan merupakan surat utang, melainkan bukti kepemilikan bersama atas suatu aset/ proyek. Setiap obligasi syariah yang diterbitkan harus mempunyai aset yang dijadikan dasar penerbitan (*underlying asset*). Klaim kepemilikan pada obligasi syariah didasarkan pada aset/ proyek yang spesifik. Penggunaan dana obligasi syariah harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal. Imbalan bagi pemegang efek syariah jenis ini dapat berupa imbalan, bagi hasil atau margin, sesuai dengan jenis akad yang digunakan dalam penerbitan obligasi syariah.<sup>12</sup>

Untuk lebih jelasnya berikut akan dikemukakan perbedaan antara obligasi syariah dan obligasi konvensional, yaitu:<sup>13</sup>

**Table 2.1 Perbedaan Obligasi Syariah dan Obligasi Konvensional**

Variabel Pembeda	Obligasi Syariah		Obligasi Konvensional
	Mudharabah	Ijarah	
Akad (transaksi)	Mudharabah (bagi hasil)	Ijarah (sewa)	Tidak ada
Jenis transaksi	Uncertainty contract	Certainty contract	-
Sifat instrument	Sertifikat kepemilikan	Sertifikat kepemilikan	Instrument pengakuan

<sup>11</sup> Andri Soemitra, *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah*, 140.

<sup>12</sup> “Pengenalan Produk Syariah di Pasar Modal”, diakses pada 27 Januari 2019, <https://ojk.go.id/kanal/pasar-modal/pages/syariah.aspx>.

<sup>13</sup> Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah dan Praktik Pasar Modal Syariah*, 174-175.

	penyertaan atas suatu aset	penyertaan atas suatu aset	utang
Penerbit	Pemerintah, korporasi	Pemerintah, korporasi	Pemerintah, korporasi
Pihak yang terkait	Obligor, SPV, Investor, trustee	Obligor, SPV, Investor, trustee	Obligor/issuer, investor
Harga penawaran	100%	100%	100%
Kupon/penghasilan	Pendapatan/bagi hasil	Imbalan/ fee	Bunga
Pembayaran pokok	Bullet atau amortisasi	Bullet atau amortisasi	Bullet atau amortisasi
Jangka waktu	Pendek-menengah	Pendek-menengah	Menengah-panjang
Pengembalian	Indikatif berdasarkan pendapatan	Ditentukan sebelumnya	Tetap
<i>Underlying asset</i> objek perjanjian	Perlu	Perlu	Tidak perlu
Penggunaan hasil penerbitan	Harus sesuai syariah	Harus sesuai syariah	Bebas
Jenis investor	Syariah/konvensional	Syariah/konvensional	Konvensional
Akibat	Halal	Halal	Haram
Hukum	Maslahat dunia dan akhirat	Maslahat dunia dan akhirat	Mudharat
Penggunaan hasil penerbitan	Harus sesuai dengan prinsip syariah	Harus sesuai dengan prinsip syariah	Bebas

Sumber: Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah*, halaman 174-175.

#### b. Landasan Hukum

Dalam ajaran Islam kegiatan berinvestasi seperti yang dilakukan melalui pasar modal syariah itu termasuk dalam

kegiatan *muamalah* yang pada dasarnya sesuai dengan kaidah fiqih atau hukum asal, dibolehkan sepanjang belum ditemukannya aturan hukum yang melarang. Dalam pandangan Islam, obligasi konvensional mengandung unsur riba karena pemegang obligasi berhak atas bunga yang tetap. Riba diharamkan secara mutlak baik dalam Al Qur'an maupun hadis nabi SAW, serta konsensus ulama, *bail salaf* maupun *khalaf*, sebagaimana firman Allah SWT:<sup>14</sup>

يٰٓاَيُّهَا الَّذِيْنَ ءٰمَنُوْا اتَّقُوْا اللّٰهَ وَذَرُوْا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَاۤ اِنْ كُنْتُمْ مُّؤْمِنِيْنَ ﴿٢٧٨﴾ فَاِنْ لَّمْ تَفْعَلُوْا فَاذْنُوْا بِحَرْبٍ مِّنَ اللّٰهِ وَرَسُوْلِهِۦؕ وَاِنْ تَبَتُّمۡ فَلَكُمْ رُءُوْسٌ اَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُوْنَ وَلَا تُظْلَمُوْنَ ﴿٢٧٩﴾

Artinya: “ Hai orang orang yang beriman dan bertaqwalah kepada Allah dan tinggalkanlah sisa riba (yang belum dipungut jika kamu orang orang yang beriman. Maka jika kamu tidak mengerjakan (meninggalkan sisa riba), maka ketahuilah bahwa Allah dan Rasulnya memerangimu dan jika kamu bertaubat bagimu pokok hartamu, kami tidak menganiaya dan tidak pula dianiaya” (QS Al-Baqarah [2]: 278-279)

Firman Allah SWT yang juga dijadikan dasar hukum oleh MUI dalam mengeluarkan fatwanya adalah sebagai berikut:<sup>15</sup>

يٰٓاَيُّهَا الَّذِيْنَ ءٰمَنُوْا اَوْفُوْا بِالْعُقُوْدِ ؕ اٰحْلَتْ لَكُمْ هَيْمَةً الّٰتِّعْمِرِ اِلَّا مَا يَتَلٰى عَلَيْكُمْ غَيْرَ مُحِلِّي الصَّيْدِ وَاَنْتُمْ حُرْمٌ اِنَّ اللّٰهَ سَخِمَ مَا يُرِيْدُ ﴿٥﴾

Artinya: “ Hai orang yang beriman! Penuhilah akad akad itu...” (QS Al-Ma'idah [5]: 1)

<sup>14</sup>Ma'ruf Abdullah, *Hukum Keuangan Syariah* (Yogyakarta: Aswaja Presindo, 2016), 199.

<sup>15</sup>Dewan Syariah Nasional MUI, “Obligasi Syariah”, (2002), 1.

وَلَا تَقْرَبُوا مَالَ الْيَتِيمِ إِلَّا بِالَّتِي هِيَ أَحْسَنُ حَتَّىٰ يَبْلُغَ أَشُدَّهُ ۗ وَأَوْفُوا  
بِالْعَهْدِ ۗ إِنَّ الْعَهْدَ كَانَ مَسْئُولًا ﴿١٧﴾

Artinya: “...dan penuhilah janji; sesungguhnya janji itu pasti diminta pertanggungjawabannya.” (QS Al-Isra’ [17]: 34)

Sejauh ini, obligasi syariah diatur dalam fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia, antara lain fatwa DSN MUI No.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah, No.33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah, No.41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah, dan No.59/DSN-MUI/V/2007 tentang Obligasi Syariah Mudharabah Konversi.

Tidak semua emiten dapat menerbitkan obligasi syariah. Untuk menerbitkan obligasi syariah, beberapa persyaratan berikut harus terpenuhi.

- 1) Aktivitas utama (*core business*) yang halal, tidak bertentangan dengan substansi fatwa No.20/DSN-MUI/IV/2001. Fatwa tersebut menjelaskan bahwa jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan syariah islam, diantaranya: (i) usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang; (ii) usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional; (iii) usaha yang memproduksi, mendistribusi, memperdagangkan makana dan minuman haram; (iv) usaha yang memproduksi, mendistribusi, dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat.
- 2) Peringkat *investment grade*: (i) memiliki fundamental usaha yang kuat; (ii) memiliki fundamental keuangan yang kuat; (iii) memiliki citra yang baik bagi publik.
- 3) Keuntungan tambahan jika termasuk dalam komponen *Jakarta Islamic Index*.

### c. Pihak yang Terlibat dalam Penerbitan Obligasi Syariah

Selain terdapat syarat syarat khusus yang harus dipenuhi dalam menerbitkan obligasi syariah, pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan obligasi syariah juga sedikit berbeda dengan obligasi konvensional, yaitu:

- 1) *Obligor*, adalah pihak yang bertanggung jawab atas pembayaran imbalan dan nilai nominal sukuk yang diterbitkan dampai dengan jatuh tempo.
- 2) *Special purpose vehicle* (SPV) adalah badan hukum yang didirikan khusus untuk penerbitan sukuk sertifikat dengan fungsi: sebagai penerbit sukuk, menjadi *counterpart* pemerintah dalam transaksi pengalihan aset, dan bertindak sebagai wali amanat (*trustee*) untuk mewakili kepentingan investor.
- 3) *Investor*, adalah pemegang sukuk yang memiliki hak atas imbalan, margin, dan nilai nominal sukuk sesuai partisipasi masing-masing.

#### d. Jenis-Jenis Obligasi Syariah

Ditinjau dari segi jenis akadnya, obligasi syariah terbagi pada obligasi syariah mudharabah, ijarah, musyarakah, murabahah, salam, istisna. Sedangkan ditinjau dari institusi yang menerbitkan obligasi syariah, maka obligasi syariah terbagi dua, yaitu obligasi korporasi (perusahaan) dan obligasi Negara (SBSN).

Adapun jenis jenis obligasi syariah menurut Khaerul Umam adalah sebagai berikut:<sup>16</sup>

- 1) Sukuk Ijarah  
Yaitu akad pemindahan hak guna (manfaat) atas suatu barang atau jasa dalam waktu tertentu melalui pembayaran sewa, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan atas barang tersebut. Pemegang sukuk ijarah akan mendapatkan keuntungan berupa (*fee*) sewa dari aset yang disewakan.
- 2) Sukuk Mudharabah  
Adalah kerja sama dengan skema bagi hasil pendapatan atau keuntungan. Obligasi jenis ini akan memberikan *return* dengan menggunakan *return indicative* atau *expected return* karena sifatnya yang *floating* dan bergantung pada kinerja pendapatan yang dibagihasilkan. Proyek ini bersifat terpisah dengan aktivitas umum perusahaan. Keuntungannya didistribusikan secara periodik berdasarkan nisbah tertentu yang telah disepakati. Akan tetapi, tidak

---

<sup>16</sup> Khaerul Umam, *Pasar Modal Syariah dan Praktik Pasar Modal Syariah* (Bandung: Pustaka Setia, 2013), 178.

ditentukan persentasenya pada perjanjian awal (*fixed predetermined*).

3) Sukuk Musyarakah

Adalah obligasi syariah yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad musyarakah, yaitu pihak atau lebih bekerja sama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang telah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan atau kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak. Sukuk musyarakah ini merupakan sertifikat kepemilikan permanen, yaitu dimiliki oleh sebuah perusahaan ataupun unit bisnis dengan pengawasan dari pihak manajemen.

4) Sukuk *isti'na*

Adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian akad *isti'na*, yaitu para pihak menyepakati jual-beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek atau barang. Harga waktu penyerahan dan spesifikasi barang atau proyek ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan.

5) Sukuk salam

Dalam bentuk ini dana dibayarkan di muka dan komoditas menjadi utang. Dana juga dalam bentuk sertifikat yang merepresentasikan utang. Sertifikat ini juga tidak dapat diperdagangkan.

Sedangkan jenis struktur sukuk yang dikenal secara internasional dan telah mendapatkan *endorsement* dari *The Accounting and Auditing Organization of Islamic Financial Institution* (AAOIFI) dan diadopsi dalam UU No. 19 tahun 2008 adalah sebagai berikut:<sup>17</sup>

1) Sukuk ijarah

Sukuk ijarah yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *ijarah* dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset itu sendiri.

2) Sukuk mudharabah

---

<sup>17</sup> M. Nur Rianto, *Lembaga Keuangan Syariah*, 362.

Sukuk mudharabah adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *mudharabah* dimana satu pihak menyediakan modal dan pihak yang lain menyediakan tenaga dan keahlian, keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan perbandingan yang telah disetujui sebelumnya. Kerugian sepenuhnya akan ditanggung oleh pihak penyedia modal.

3) Sukuk musyarakah

Sukuk musyarakah adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *musyarakah* dimana dua pihak atau lebih bekerja sama menggabungkan modal untuk membangun proyek yang telah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan atau kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing masing pihak.

4) Sukuk istima'

Sukuk istima' yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *istima'* dimana para pihak menyepakati jual beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek/ barang. Adapun harga, waktu penyerahan dan spesifikasi barang/ proyek ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan.

Di Indonesia hanya terdapat dua skema obligasi syariah yang telah berjalan, yaitu obligasi syariah *mudharabah* dan obligasi syariah *ijarah*. Obligasi syariah *mudharabah* memiliki pedoman khusus dengan disahkannya fatwa DSN No.33/DSN-MUI/IX/2002, sedangkan obligasi syariah *ijarah* tercantum dalam fatwa No.41/DSN-MUI/III/2004. Adapun obligasi syariah *mudharabah* konversi memiliki pedoman fatwa No.59/DSN-MUI/V/2007.<sup>18</sup>

#### 4. Peringkat Obligasi Syariah

##### a. Pengertian peringkat obligasi

Peringkat obligasi memiliki arti penting bagi perusahaan maupun investor. Pertama, karena peringkat obligasi adalah indikator resiko dari gagal bayar, peringkat ini

---

<sup>18</sup> Najmudin, *Manajemen Keuangan dan Aktualisasi Syar'iyah Modern* (Yogyakarta: Andi Offset, 2011), 261.

memiliki pengaruh langsung yang dapat diukur pada tingkat suku bunga obligasi dan biaya utang perusahaan. Kedua, kebanyakan obligasi dibeli oleh investor institusional dari pada individual, dan banyak institusi dibatasi hanya berinvestasi pada sekuritas yang layak menjadi investasi.<sup>19</sup>

Peringkat obligasi syariah adalah suatu standarisasi yang diberikan oleh lembaga pemeringkat terkemuka yang mencerminkan kemampuan penerbit obligasi syariah dan kesediaan mereka untuk membayar pembayaran pokok sesuai jadwal.<sup>20</sup> Peringkat obligasi syariah atau sukuk merupakan indikator ketepatanwaktuan pembayaran pokok utang dan bagi hasil obligasi syariah, yaitu mencerminkan skala risiko dari semua obligasi syariah yang diperdagangkan. Peringkat (*rating*) yang diberikan oleh *rating agency* akan menyatakan apakah obligasi berada pada peringkat *investment grade* atau *non investment grade*.<sup>21</sup>

Pemeringkatan obligasi di Indonesia dilakukan oleh PT Pemerintah Efek Indonesia (PEFINDO) yang didirikan pada tahun 1993. Pemeringkatan dilakukan untuk mengevaluasi risiko instrument utang. Pemeringkatan dilakukan melalui dua tahap. Tahap pertama, analisis PEFINDO menyiapkan review internal terhadap perusahaan yang mengeluarkan instrumen utang. Analisis tersebut kemudian menyajikan review ke manajer PEFINDO untuk didiskusikan. Tahap kedua, rekomendasi peringkat diberikan kepada komite pemeringkat yang kemudian akan menentukan peringkat perusahaan tersebut.<sup>22</sup>

Berikut ini adalah peringkat *rating* yang diterbitkan PT PEFINDO beserta keterangannya.

**Table 2.2 Definisi Peringkat**

Peringkat	Keterangan
-----------	------------

<sup>19</sup> Hengki Junius Sihombing dan Eka Nuraini Rachmawati, “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia”, *Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi* 24 no. 1 (2015): 103.

<sup>20</sup> Dimas Pangga Wasesa, “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Sukuk”, (Skripsi, UIN Syarif Hidayatullah Jakarta, 2016), 30.

<sup>21</sup> Heri Sudarsono, *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah* (Yogyakarta: EKONISIA, 2003), 185.

<sup>22</sup> Mamduh M. Hanafi, *Manajemen Keuangan* (Yogyakarta: BPFE, 2014), 476.

idAAA(sy)	Instrumen pendanaan syariah dengan peringkat idAAA(sy) adalah instrument dengan peringkat paling tinggi yang diberikan PEFINDO. Kemampuan emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang atas kontrak pendanaan syariah relatif dibanding emiten Indonesia lainnya adalah superior.
idAA+(sy)	Instrumen pendanaan syariah dengan peringkat idAA(sy) hanya berbeda sedikit dengan peringkat tertinggi. Kemampuan emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang atas kontrak pendanaan syariah relatif dibanding emiten Indonesia lainnya adalah sangat kuat. Tanda tambah (+) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif kuat dan di atas rata-rata kategori yang bersangkutan.
idAA(sy)	Instrumen pendanaan syariah dengan peringkat idAA(sy) hanya berbeda sedikit dengan peringkat tertinggi. Kemampuan emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang atas kontrak pendanaan syariah relatif dibanding emiten Indonesia lainnya adalah sangat kuat.
idAA-(sy)	Instrumen pendanaan syariah dengan peringkat idAA(sy) hanya berbeda sedikit dengan peringkat tertinggi. Kemampuan emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang atas kontrak pendanaan syariah relatif dibanding emiten Indonesia lainnya adalah sangat kuat. Tanda kurang (-) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif lemah dan di bawah rata-rata kategori yang bersangkutan.
idA+(sy)	Instrumen pendanaan syariah dengan peringkat idA(sy) mengindikasikan bahwa kemampuan emiten untuk memenuhi komitmen jangka panjang dalam kontrak pendanaan syariah relatif dibanding emiten Indonesia lainnya adalah kuat. Namun demikian, mungkin akan terpengaruh oleh perubahan buruk keadaan dan

	<p>kondisi ekonomi dibandingkan instrumen yang peringkatnya lebih tinggi. Tanda tambah (+) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif kuat dan di atas rata-rata kategori yang bersangkutan.</p>
idA(sy)	<p>Instrumen pendanaan syariah dengan peringkat idA(sy) mengindikasikan bahwa kemampuan emiten untuk memenuhi komitmen jangka panjang dalam kontrak pendanaan syariah relatif dibanding emiten Indonesia lainnya adalah kuat. Namun demikian, mungkin akan terpengaruh oleh perubahan buruk keadaan dan kondisi ekonomi dibandingkan instrumen yang peringkatnya lebih tinggi.</p>
idA-(sy)	<p>Instrumen pendanaan syariah dengan peringkat idA(sy) mengindikasikan bahwa kemampuan emiten untuk memenuhi komitmen jangka panjang dalam kontrak pendanaan syariah relatif dibanding emiten Indonesia lainnya adalah kuat. Namun demikian, mungkin akan terpengaruh oleh perubahan buruk keadaan dan kondisi ekonomi dibandingkan instrumen yang peringkatnya lebih tinggi. Tanda kurang (-) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif lemah dan di bawah rata-rata kategori yang bersangkutan.</p>
idBBB+(sy)	<p>Instrumen pendanaan syariah dengan peringkat idBBB(sy) mengindikasikan parameter proteksi yang memadai. Namun demikian, kondisi ekonomi yang memburuk atau perubahan keadaan akan lebih mungkin memperlemah kemampuan emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang kontrak pendanaan syariah, relatif terhadap emiten Indonesia lainnya. Tanda tambah (+) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif kuat dan di atas rata-rata kategori yang bersangkutan.</p>
idBBB(sy)	<p>Instrumen pendanaan syariah dengan peringkat idBBB(sy) mengindikasikan parameter proteksi yang memadai. Namun demikian, kondisi ekonomi yang memburuk atau</p>

	perubahan keadaan akan lebih mungkin memperlemah kemampuan emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang kontrak pendanaan syariah, relatif terhadap emiten Indonesia lainnya.
idBBB-(sy)	Instrumen pendanaan syariah dengan peringkat idBBB(sy) mengindikasikan parameter proteksi yang memadai. Namun demikian, kondisi ekonomi yang memburuk atau perubahan keadaan akan lebih mungkin memperlemah kemampuan emiten untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang kontrak pendanaan syariah, relatif terhadap emiten Indonesia lainnya. Tanda kurang (-) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif lemah dan di bawah rata-rata kategori yang bersangkutan.
idBB+(sy)	Instrumen pendanaan syariah dengan peringkat idBB(sy) mengindikasikan parameter proteksi yang sedikit lemah. Kemampuan untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjangnya berdasarkan kontrak pendanaan syariah relatif dibanding emiten Indonesia lainnya, akan sangat terpengaruh oleh keadaan yang merugikan karena ketidakpastian bisnis, keuangan, atau perekonomian. Tanda tambah (+) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif kuat dan diatas rata-rata kategori yang bersangkutan.
idBB(sy)	Instrumen pendanaan syariah dengan peringkat idBB(sy) mengindikasikan parameter proteksi yang sedikit lemah. Kemampuan untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjangnya berdasarkan kontrak pendanaan syariah relatif dibanding emiten Indonesia lainnya, akan sangat terpengaruh oleh keadaan yang merugikan karena ketidakpastian bisnis, keuangan, atau perekonomian.
idBB-(sy)	Instrumen pendanaan syariah dengan peringkat idBB(sy) mengindikasikan parameter proteksi yang sedikit lemah. Kemampuan untuk memenuhi komitmen keuangan jangka

	panjangnya berdasarkan kontrak pendanaan syariah relatif dibanding emiten Indonesia lainnya, akan sangat terpengaruh oleh keadaan yang merugikan karena ketidakpastian bisnis, keuangan, atau perekonomian. Tanda kurang (-) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif lemah dan di bawah rata-rata kategori yang bersangkutan.
idB+(sy)	Instrumen pendanaan syariah dengan peringkat idB(sy) mengindikasikan parameter proteksi yang lemah. Kemampuan untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang berdasarkan kontrak pendanaan syariah, relatif dibanding emiten Indonesia lainnya, akan sangat mungkin diperlemah oleh adanya kondisi buruk bisnis, keuangan atau perekonomian. Tanda tambah (+) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif kuat dan di atas rata-rata kategori yang bersangkutan.
idB(sy)	Instrumen pendanaan syariah dengan peringkat idB(sy) mengindikasikan parameter proteksi yang lemah. Kemampuan untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang berdasarkan kontrak pendanaan syariah, relatif dibanding emiten Indonesia lainnya, akan sangat mungkin diperlemah oleh adanya kondisi buruk bisnis, keuangan atau perekonomian.
idB-(sy)	Instrumen pendanaan syariah dengan peringkat idB(sy) mengindikasikan parameter proteksi yang lemah. Kemampuan untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang berdasarkan kontrak pendanaan syariah, relatif dibanding emiten Indonesia lainnya, akan sangat mungkin diperlemah oleh adanya kondisi buruk bisnis, keuangan atau perekonomian. Tanda kurang (-) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif lemah dan di bawah rata-rata kategori yang bersangkutan.
idCCC(sy)	Instrumen pendanaan syariah berperingkat

	idCCC(sy) adalah rentan untuk gagal bayar, dan tergantung terhadap perbaikan kondisi bisnis dan keuangan emiten untuk dapat memenuhi komitmen keuangan jangka panjangnya dalam kontrak pendanaan syariah.
idD(sy)	Instrumen pendanaan syariah mendapat peringkat idD(sy) mana kala mengalami gagal bayar pada saat pertama kali atas komitmen keuangan jangka panjangnya dalam kontrak pendanaan.
Peringkat dari idAA(sy) sampai dengan idB(sy) dapat diberi tanda tambah (+) atau kurang (-) untuk menunjukkan perbedaan kekuatan relatif dalam kategori peringkat tertentu.	

Sumber: *Rating Definition* 2018 PT PEFINDO.

#### b. Aspek Pemeringkat Obligasi

Menurut Raharjo dalam Indah Wijayanti, dalam melakukan proses peringkat atau *rating*, beberapa hal yang harus diperhatikan dalam melakukan analisis obligasi adalah:<sup>23</sup>

1. Kinerja industry. Aspek persaingan industri, prospek dan pangsa pasar, adanya ketersediaan bahan baku, struktur industri yang kuat, pengaruh kebijakan pemerintah dan kebijakan ekonomi lainnya.
2. Kinerja keuangan. Aspek kualitas aset, rasio profitabilitas, pengelolaan aset dan pasiva, rasio kecukupan modal, tingkat pengelolaan hutang, resiko kecukupan pembayaran kewajiban.
3. Kinerja non keuangan. Aspek manajemen, reputasi perusahaan, serta perjanjian *indenture*.

#### c. Metodologi Pemerinkatan

Metodologi pemerinkatan PEFINDO untuk Sektor KORPORASI atau entitas perusahaan yang bukan lembaga keuangan (*Non Financial Institutions*) secara umum, mencakup tiga risiko utama penilaian, yaitu Risiko Industri (*Industry Risk*), Risiko Bisnis (*Business Risks*) dan Risiko Keuangan (*Financial Risks*). PEFINDO juga menerapkan metodologi dukungan Induk Perusahaan dalam memberikan

<sup>23</sup> Indah Wijayanti. "Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi" *Jurnal Ilm dan Riset Akuntansi* 3, No. 3, (2014): 4-5.

peringkat. Metodologi dukungan Induk Perusahaan ini umumnya berlaku bagi perusahaan swasta, sementara untuk perusahaan yang dikendalikan oleh pemerintah baik pemerintah pusat maupun daerah, PEFINDO menggunakan metodologi pemeringkatan atas Entitas Milik Pemerintah dan Lembaga Terkait Pemerintah.<sup>24</sup>

#### d. Kode Etik

Sejak pendirian PEFINDO pada tahun 1994, PEFINDO telah mengusung kemandirian, objektivitas dan produk pemeringkatan yang kredibel untuk menunjang kebutuhan industry Pasar Modal. Dalam melakukan proses pemeringkatan, seluruh karyawan PEFINDO harus mentaati *Code of Conduct* (Kode Etik). Kode etik tersebut disusun dan mengacu pada beberapa pedoman seperti:<sup>25</sup>

- a) *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* (IOSCO Code) yang diterbitkan oleh *International Organization Of Securities* (IOSCO). Anggota-anggota IOSCO adalah otoritas Pasar Modal dari lebih 100 negara.
- b) *Kode Etik dan praktek terbaik yang diadopsi oleh Association of Credit Rating Agencies in Asia* (ACRAA). ACRAA adalah asosiasi yang didirikan oleh Asian credit rating agencies, dan diawasi oleh *Asian Development Bank* (ADB).

Dalam hal kebutuhan transparansi, PT PEFINDO telah mempublikasikan Kode Etik ini dalam laman [www.pefindo.com](http://www.pefindo.com). Dalam melakukan publikasi atas Kode Etik tersebut, PEFINDO tidak membebankan kewajiban dan tanggung jawab kepada pihak ketiga sehubungan dengan Kode Etik tersebut atau penerapan PEFINDO atas Kode Etik tersebut. Kode Etik ini bukan merupakan bagian dari perjanjian dengan pihak ketiga, dan pihak ketiga tidak

---

<sup>24</sup> “Metodologi Pemeringkatan”, diakses pada 3 Mei 2019, <http://www.pefindo.com/index.php/pageman/page/rating-methodology-corporates.html>

<sup>25</sup> “Profil Perusahaan”, diakses pada 3 November 2018, <http://pefindo.com/index.php/pageman/page/code-of-conduct.php>

memiliki hak untuk menuntut ketentuan yang ada di dalamnya.

PEFINDO memiliki hak untuk merubah Kode Etik ini dari waktu ke waktu apabila terdapat perubahan dalam peraturan mengenai pemeringkatan, perubahan pada kondisi pasar, hukum dan peraturan yang berlaku.

#### e. Manfaat Peringkat Obligasi

Adapun manfaat umum dari proses pemeringkatan obligasi adalah sebagai berikut.<sup>26</sup>

1. System informasi keterbukaan pasar yang transparan yang menyangkut berbagai produk obligasi akan menciptakan pasar obligasi yang sehat dan transparan juga.
2. Memberikan informasi yang obyektif dan independen menyangkut kemampuan pembayaran hutang, tingkat resiko investasi yang mungkin timbul, serta jenis dan tingkat hutang tersebut.
3. Mampu menggambarkan kondisi pasar obligasi dan kondisi ekonomi pada umumnya.

Adapun beberapa manfaat yang akan didapatkan oleh emiten adalah.<sup>27</sup>

1. Informasi posisi bisnis. Pihak perusahaan dapat mengetahui posisi bisnis dan kinerja usahanya dibandingkan dengan perusahaan sejenis lainnya.
2. Menentukan struktur obligasi. Perusahaan dapat menentukan beberapa syarat atau struktur obligasi yang meliputi jenis obligasi, jangka waktu jatuh tempo, jumlah emisi obligasi serta berbagai struktur pendukung lainnya.
3. Alat pemasaran. Peringkat obligasi yang baik terlihat lebih menarik perhatian investor sehingga dapat membantu pemasaran obligasi tersebut.
4. Menjaga kepercayaan investor. Peringkat obligasi yang independen akan membuat investor merasa lebih aman sehingga kepercayaan lebih terjaga.

#### 5. Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan atau laba

---

<sup>26</sup> Indah Wijayanti. "Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi" *Jurnal Ilm dan Riset Akuntansi* 3, No. 3, (2014): 4.

<sup>27</sup> Indah Wijayanti. "Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi" *Jurnal Ilm dan Riset Akuntansi* 3, No. 3, (2014): 4.

dalam suatu periode tertentu. Rasio ini juga menggambarkan ukuran tingkat efektivitas manajemen suatu perusahaan yang ditunjukkan dari laba yang dihasilkan dari penjualan atau dari pendapatan investasi. Dikatakan perusahaan rentabilitasnya baik apabila mampu memenuhi target laba yang telah ditetapkan dengan menggunakan aktiva atau modal yang dimilikinya.<sup>28</sup>

Rasio profitabilitas ini memberikan gambaran seberapa efektif perusahaan beroperasi sehingga menghasilkan keuntungan bagi perusahaan. Hal ini ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan dari penjualan dan pendapatan investasi. Sedangkan menurut Brigham dan Houtson rasio profitabilitas merupakan sekelompok rasio yang menunjukkan gabungan efek-efek dari likuiditas, manajemen aset, dan utang pada hasil-hasil operasi. Tingkat profitabilitas yang tinggi dapat mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk *going concern*. Profitabilitas yang tinggi juga dapat menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya.<sup>29</sup>

Konsep profitabilitas ini dalam teori keuangan sering digunakan sebagai indikator kinerja fundamental perusahaan mewakili kinerja manajemen. Umumnya, dimensi profitabilitas memiliki hubungan kausalitas terhadap nilai perusahaan. Sedangkan nilai perusahaan secara konsep dapat dijelaskan oleh nilai yang ditentukan oleh harga saham yang diperjual belikan di pasar modal. Hubungan ini menunjukkan bahwa apabila kinerja manajemen perusahaan baik, maka akan memberikan dampak terhadap keputusan investor di pasar modal untuk menanamkan modalnya dalam bentuk penyertaan modal dan juga akan berdampak pada keputusan kreditor dalam kaitannya dengan pendanaan perusahaan melalui utang.<sup>30</sup>

Alat ukur yang sering digunakan untuk mengukur tingkat efektivitas pengelolaan (manajemen) perusahaan yang ditunjukkan oleh jumlah keuntungan yang dihasilkan dari hasil penjualan maupun investasi adalah *profit margin*, *return on asset* (ROA)

---

<sup>28</sup> Kasmir, *Analisis Laporan Keuangan*, 114.

<sup>29</sup> Lily Karlina dan Jaka Prasetya Adhi Nugraha, "Pengaruh Rprofitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan dan *Leverage* Terhadap Peringkat Obligasi Perusahaan *Non Financial* yang Terdaftar di BEI" *Jurnal Bisnis Administrasi* 3, no 1 (2014), 83.

<sup>30</sup> Harmono, *Manajemen Keuangan* (Jakarta: Bumi Aksara, 2009), 109.

dan *return on equity* (ROE).<sup>31</sup> Adapun jenis-jenis dari rasio profitabilitas diantaranya adalah sebagai berikut:<sup>32</sup>

1. *Profit margin on sales*

*Profit margin on sales* atau rasio profit margin adalah atau margin laba atas penjualan, merupakan salah satu rasio yang digunakan untuk mengukur margin laba atas penjualan. Untuk mengukur rasio ini dapat menggunakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak dengan penjualan bersih.

2. *Return on asset*

*Return on asset* digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam memanfaatkan aset-asetnya untuk memperoleh laba. Rasio ini merupakan perbandingan antara laba dengan rata-rata aktiva yang dimiliki perusahaan.

3. *Return on equity*

*Return on equity* atau rentabilitas modal sendiri merupakan rasio untuk mengukur laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri. Rasio ini menunjukkan efisiensi penggunaan modal sendiri.

4. Rasio laba perlembar saham

Rasio laba perlembar saham atau disebut dengan rasio nilai buku merupakan rasio untuk mengukur keberhasilan manajemen dalam mencapai keuntungan bagi pemegang saham. Rasio yang rendah menandakan manajemen belum berhasil menjamin kesejahteraan pemegang saham. Dengan kata lain bahwa tingkat pengembalian yang tinggi.

Pengukuran rasio profitabilitas dalam penelitian ini akan diprosikan oleh *return on asset* (ROA). *Return on asset* digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam memanfaatkan aset-asetnya untuk memperoleh laba. Rasio ini merupakan perbandingan antara laba dengan rata-rata aktiva yang dimiliki perusahaan.

## 6. Rasio Solvabilitas

Rasio solvabilitas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan utang. Artinya berapa besar beban utang yang ditanggung perusahaan

---

<sup>31</sup> Zulian Yamit, *Manajemen Keuangan*, (Yogyakarta: Ekonisia, 2001),

3.

<sup>32</sup> Kasmir, *Pengantar Manajemen Keuangan*, (Jakarta: Prenadamedia, 2015) 115.

dibandingkan dengan aktivasnya. Dalam arti luas dikatakan bahwa rasio solvabilitas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya, baik jangka pendek maupun jangka panjang apabila perusahaan dibubarkan (dilikuidasi).<sup>33</sup> Manurung menyatakan bahwa jika rasio ini cukup tinggi maka hal tersebut menunjukkan tingginya hutang, sehingga hal ini dapat membuat perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan biasanya memiliki resiko kebangkrutan yang cukup besar.<sup>34</sup> Perusahaan yang memiliki rasio solvabilitas yang tinggi memiliki resiko kerugian yang lebih besar dari pada perusahaan dengan rasio solvabilitas yang rendah.

Rasio solvabilitas ini mempunyai beberapa implikasi. Pertama, kreditur mengharapkan dana yang disediakan pihak perusahaan sebagai margin keamanan, bila perusahaan hanya menyediakan sebagian kecil modalnya maka resiko bisnis sebagian besar ditanggung oleh kreditur. Kedua, meskipun pengadanaan dana melalui hutang, pemilik masih bisa mengendalikan perusahaan. Ketiga, bila perusahaan mendapatkan keuntungan lebih dari dana yang dipinjamnya dibanding biaya bunga yang harus dibayar maka pembelian pada pemilik dapat diperbesar.<sup>35</sup>

Biasanya penggunaan rasio solvabilitas disesuaikan dengan tujuan perusahaan. Artinya perusahaan dapat menggunakan rasio solvabilitas secara keseluruhan atau sebagian dari masing-masing jenis rasio solvabilitas yang ada.

Dalam praktiknya, terdapat beberapa jenis rasio solvabilitas. Adapun jenis-jenis rasio yang ada dalam rasio solvabilitas diantaranya adalah:

1. *Debt to asset ratio*

*Debt to asset ratio* merupakan rasio utang yang digunakan untuk mengukur perbandingan antara total utang dengan total aktiva. Dengan kata lain seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai oleh utang atau seberapa besar utang mempengaruhi pengelolaan aktiva.

2. *Debt to equity ratio*

*Debt to equity ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan ekuitas. Rasio ini berguna untuk

---

<sup>33</sup>Kasmir, *Analisis Laporan Keuangan*, 151.

<sup>34</sup>Lidiya Malia, "Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Peringkat Sukuk" *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 4, no 11 (2015),4.

<sup>35</sup>Zulian Yamit, *Manajemen Keuangan* (Yogyakarta: EKONESIA, 2001), 3.

mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditor) dengan pemilik perusahaan.

### 3. *Long term debt to equity ratio*

*Long term debt to equity ratio* adalah rasio antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Rasio ini bertujuan untuk mengukur berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang jangka panjang.

Dalam penelitian ini, mode penghitungan yang digunakan adalah *debt to equity ratio* (DER). *Debt to equity ratio* merupakan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang dengan modal yang dimilikinya dan sangat berkaitan dengan penciptaan suatu struktur modal yang dapat mempengaruhi kebijakan pendanaan perusahaan yang tepat guna memaksimalkan nilai perusahaan.<sup>36</sup>

## 7. Rasio Likuiditas

Rasio likuiditas merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek.<sup>37</sup> Rasio ini mengukur kemampuan jangka pendek perusahaan dengan melihat aktiva lancar perusahaan terhadap hutang lancarnya.<sup>38</sup> Analisis dan penafsiran posisi keuangan jangka pendek adalah penting, baik bagi pihak manajemen maupun pihak-pihak diluar perusahaan seperti kreditor dan pemilik perusahaan. Bank-bank komersial dan kreditor jangka pendek lainnya sangat menaruh perhatian pada tingkat keamanan kredit-kredit jangka pendeknya, dan manajemen berkepentingan untuk mengetahui efisiensi penggunaan modal kerja.<sup>39</sup>

Fungsi lain rasio likuiditas adalah untuk menunjukkan atau mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya yang jatuh tempo, baik kewajiban pada pihak luar perusahaan maupun dalam perusahaan. Atau dengan kata lain, rasio likuiditas merupakan yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar utang-utang (kewajiban) atau rasio untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam membiayai dan

---

<sup>36</sup>Kasmir, *Analisis Laporan Keuangan*, 157.

<sup>37</sup>Kasmir, *Pengantar Manajemen Keuangan* (Jakarta: Prenadamedia Group, 2010), 110.

<sup>38</sup>Mamduh M Hanafi dan Abdu Halim, *Analisis Laporan Keuangan* (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2016), 77.

<sup>39</sup>Jumingan, *Analisis Laporan Keuangan*, (Jakarta: Bumi Aksara, 2014), 123.

memenuhi kewajiban pada saat ditagih.<sup>40</sup> Jadi, semakain tinggi rasio likuiditas suatu perusahaan maka semakin besar kemampuan perusahaan tersebut dalam memenuhi kewajiban jangka pendek tepat pada waktunya. Suatu perusahaan dikatakan mempunyai posisi keuangan jangka pendek yang kuat apabila:<sup>41</sup>

1. Mampu memenuhi tagihan dari kreditur jangka pendek tepat pada waktunya.
2. Mampu memelihara modal kerja yang cukup untuk membelanjai operasi perusahaan yang normal.
3. Mampu membayar utang bunga jangka pendek dan deviden.
4. Mampu memelihara kredit rating yang menguntungkan.

Adapun jenis-jenis rasio likuiditas yang dapat digunakan perusahaan untuk mengukur kemampuan yaitu:<sup>42</sup>

1. *Current ratio* (rasio lancar)

Rasio ini merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendek atau utang yang segera jatuh tempo pada saat ditagih secara keseluruhan. Dengan kata lain, seberapa besar aktiva lancar yang tersedia untuk menutupi kewajiban jangka pendek yang segera jatuh tempo.

2. *Quick ratio* (rasio cepat)

Rasio cepat merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi atau membayar kewajiban atau utang lancar (utang jangka pendek) dengan aktiva lancar tanpa memperhitungkan nilai sediaan (*inventory*). Hal ini dilakukan karena sediaan relatif membutuhkan waktu yang lebih lama untuk diuangkan apabila perusahaan membutuhkan dana cepat untuk membayar kewajibannya yang akan jatuh tempo.

3. Rasio kas

Rasio kas adalah alat yang digunakan untuk mengukur seberapa besar uang kas yang tersedia untuk membayar utang. Ketersediaan uang kas dapat dilihat dari tersedianya dana kas yang setara dengan kas yang seperti

---

<sup>40</sup> Kasmir, *Analisis Laporan Keuangan* (Jakarta: Raja Grafindo Persada, 2016), 110.

<sup>41</sup> Jumingan, *Analisis Laporan Keuangan*, 123.

<sup>42</sup> Kasmir, *Analisis Laporan Keuangan* (Jakarta: Raja Grafindo Persada, 2016), 134.

rekening giro atau tabungan di bank (yang dapat ditarik setiap saat).

Dua rasio likuiditas yang sering digunakan adalah rasio lancar dan *quick* rasio. Rasio yang umum digunakan untuk mengukur rasio likuiditas adalah *current ratio* dan *quick ratio*. Namun, dalam penelitian ini peneliti akan menggunakan *current ratio*. *Current ratio* menunjukkan kemampuan suatu perusahaan memenuhi kewajiban keuangannya yang harus segera dibayar dengan memakai hutang lancar. Rasio ini dihitung dengan cara membagi aktiva lancar dengan hutang lancar.<sup>43</sup> Sering dikatakan, suatu perusahaan adalah likuid apabila *current ratio* lebih besar dari 1. Ini terjadi apabila aktiva lancar lebih besar dari kewajiban lancar.<sup>44</sup>

## 8. Pertumbuhan Perusahaan

Rasio pertumbuhan (*growth ratio*), merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan mempertahankan posisi ekonominya di tengah pertumbuhan perekonomian dan sektor usahanya.<sup>45</sup> Pertumbuhan perekonomian dan pertumbuhan industri mencerminkan faktor inflasi disamping pertumbuhan riil. Dalam rasio pertumbuhan yang perlu dianalisis adalah pertumbuhan penjualan, pertumbuhan laba bersih, pertumbuhan pendapatan perlembar saham, pertumbuhan deviden persaham, dan pertumbuhan nilai buku per lembar saham.<sup>46</sup> Rasio ini pada dasarnya mencerminkan produktivitas perusahaan dan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan maupun pihak eksternal (investor dan kreditor).<sup>47</sup>

Burton dkk menyatakan pertumbuhan yang positif dalam *annual surplus* dapat mengindikasikan atas berbagai kondisi finansial. Para pemegang obligasi yang memiliki pertumbuhan yang tinggi dari tahun ke tahun dalam bisnis adalah lebih besar kemungkinan secara sukarela untuk kredit rating dari para insurer yang memiliki pertumbuhan yang lebih rendah. Dengan kata lain,

---

<sup>43</sup> Hassel Nogi, *Manajemen Keuangan Bagi Analisis Kredit Perbankan* (Yogyakarta: Balarung & Co, 2013), 151.

<sup>44</sup> Jopie Jusuf, *Analisis Kredit Untuk Credit (Account) Officer* (Jakarta: Gramedia Pustaka Utama, 2014), 56.

<sup>45</sup> Kasmir, *Pengantar Manajemen Keuangan*, 116.

<sup>46</sup> Zulian Yamit, *Manajemen Keuangan*, 4.

<sup>47</sup> Ratih Umroh Mahfidhoh dan Nur Cahyonwati, "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi", *Diponegoro Journal Of Accounting* 1, no 1 (2014): 5.

insurer yang memiliki pengalaman *growth* dalam *annual surplus* akan mendapat resiko penjaminan yang lebih tinggi.<sup>48</sup>

Pertumbuhan yang kuat berhubungan positif dengan keputusan *rating* dan *grade* yang diberikan oleh peneringkat obligasi. Pada umumnya dengan pertumbuhan perusahaan yang baik akan memberikan peringkat obligasi yang *investment grade*. Investor didalam memilih investasi terhadap obligasi akan melihat *growth* atau pertumbuhan perusahaan apabila pertumbuhan perusahaan dinilai baik maka perusahaan penerbit obligasi akan memiliki peringkat *investment grade*.<sup>49</sup>

Pertumbuhan perusahaan terbagi menjadi dua yang khususnya bermanfaat dalam perencanaan jangka panjang:

1. Tingkat pertumbuhan internal, yaitu tingkat pertumbuhan maksimal yang dicapai oleh sebuah perusahaan tanpa pendanaan eksternal.
2. Tingkat pertumbuhan yang dapat dipertahankan, yaitu tingkat pertumbuhan maksimal yang dapat dicapai sebuah perusahaan tanpa pendanaan ekuitas eksternal sambil mempertahankan rasio utang-ekuitas yang konstan.<sup>50</sup>

## B. Penelitian Terdahulu

Guna mengetahui posisi serta untuk menambah pengetahuan dan pertimbangan mengenai penelitian tentang Pengaruh profitabilitas, solvabilitas, likuiditas dan pertumbuhan perusahaan terhadap peringkat obligasi syariah. Adapun hasil penelitian terdahulu yang dapat dijadikan acuan untuk penelitian ini adalah:

**Table 2.3 Penelitian Terdahulu**

No.	Nama dan Judul	Hasil Penelitian	Persamaan	Perbedaan
1.	Lily Karlina dan Jaka Prasetya dengan judul Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas,	Profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap peringkat	Meneliti variabel profitabilitas, dan <i>laverage</i> (solvabilitas).	Variabel independen terdapat ukuran perusahaan, objek merupakan

<sup>48</sup>Indah Wijayanti, "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi" *Jurnal Riset dan Ilmu Akuntansi* 3, no 3 (2014), 6.

<sup>49</sup>Kasmir, *Analisis Laporan Keuangan*, 6.

<sup>50</sup>Hengki Junius Sihombing dan Eka Nuraini Rachmawati, "Faktor Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia", 106.

	Ukuran Perusahaan dan <i>Leverage</i> Terhadap Peringkat Obligasi Perusahaan <i>Non-Finansial</i> yang Terdaftar Di BEI.	obligasi. Sedangkan likuiditas dan <i>leverage</i> tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.		obligasi syariah dan alat analisis yang digunakan adalah regresi berganda.
2.	Lidiya Malia dengan judul Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Peringkat Sukuk.	Dalam penelitian ini rasio keuangan yang digunakan adalah rasio likuiditas, profitabilitas, produktivitas dan solvabilitas. Penelitian memberikan hasil variabel likuiditas berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk. Sedangkan tiga variabel lainnya yaitu profitabilitas, produktivitas dan solvabilitas berpengaruh	Meneliti peringkat sukuk yang listing di BEI. Variabel bebas profitabilitas, solvabilitas dan likuiditas.	Teknik analisis data yang digunakan adalah regresi berganda, variabel bebas rasio produktivitas.

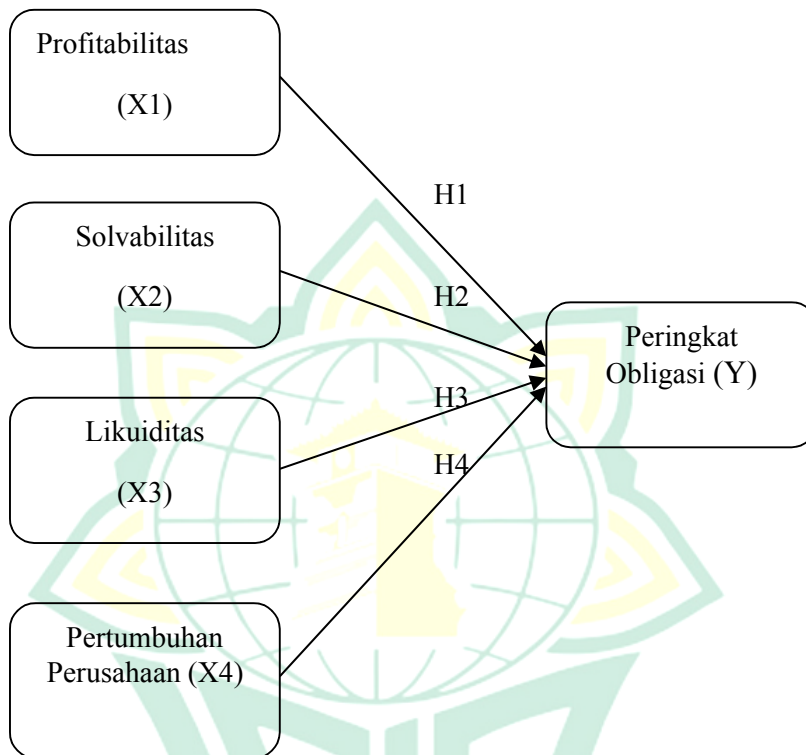
		negatif terhadap peringkat sukuk.		
3.	Indah Wijayanti dengan judul Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi	Ukuran perusahaan, jaminan dan reputasi auditor tidak berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat obligasi, sedangkan pertumbuhan perusahaan dan umur obligasi berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat obligasi.	Meneliti variabel pertumbuhan perusahaan dan alat analisis regresi logistik.	Vaiabel bebas ukuran perusahaan, jaminan, umur obligasi, dan reputasi auditor. Obligasi konvensional.
4.	Cory Triduta Utami dan Khairunnisa dengan judul Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Leverage, Likuiditas dan Jaminan Obligasi Terhadap Peringkat Obligasi	Variabel ukuran perusahaan, <i>leverage</i> , dan jaminan obligasi berpengaruh positif dengan peringkat obligasi sedangkan dua variabel lainnya, yaitu variabel	Variabel bebas profitabilitas, likuiditas, <i>leverage</i> (solvabilitas). Alat analisis yang digunakan regresi logistik.	Variabel bebas ukuran perusahaan, jaminan obligasi. Variabel terikat obligasi konvensional. Penelitian ini menggunakan tahun

	(Study Pada Perusahaan Yang Terdapat Di PT PEFINDO Periode 2010-2013).	profitabilitas dan variabel likuiditas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.		periode yang lebih singkat.
5.	Hengki Junius Sihombing dan Eka Nuraini Rachmawati Dengan Judul Faktor Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia.	Ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat obligasi, akan tetapi, pertumbuhan, <i>leverage</i> dan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.	Variabel bebas pertumbuhan perusahaan, solvabilitas dan profitabilitas. Alat analisis yang digunakan regresi logistik. Pengamatan data selama 5 tahun.	Variabel bebas ukuran perusahaan. Variabel terikat peringkat obligasi konvensional.

### C. Kerangka Berfikir

Penelitian ini menguasai konsep-konsep sebagai dasar bagi argumentasi dalam penyusunan kerangka berfikir yang membuahkan hipotesis. Kerangka berfikir merupakan penjelasan sementara terhadap gejala-gejala yang menjadikan objek permasalahan. Dari pernyataan tersebut, untuk mempermudah pembahasan penulis akan kerangka berfikir sebagai berikut:

Gambar 2.1 Kerangka Berfikir



#### D. Hipotesis Penelitian

Hipotesis dikatakan jawaban sementara karena kebenarannya masih perlu di uji atau di tes kebenarannya dengan data dari lapangan. Hipotesis ini penting perannya dalam menunjukkan harapan bagi peneliti yang direfleksikan dalam hubungan ubahan atau variabel dalam permasalahan penelitian. Maka hipotesis yang diajukan sebagai dugaan awal adalah:

1. Pengaruh rasio profitabilitas terhadap peringkat obligasi syariah perusahaan *non financial* di Bursa Efek Indonesia.

Menurut Mamduh dan Halim 2000 (dalam Lidya, 2015) profitabilitas adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan (profit) pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu. Rasio profita bilitas ini memilii pengaruh terhadap obligasi syariah dikarenakan pada beberapa jenis obligasi syariah terdapat beberapa obligasi yang akad pembagian halisnya ditentukan berdasarakn besaran profit atau keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan. Jadi, semakin tinggi tingkat

profitabilitas perusahaan maka semakin rendah resiko ketidakmampuan membayar (default) semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut. Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh Lily Karlina dan Jaka Prasetya (2014) dengan judul pengaruh profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan dan leverage terhadap peringkat obligasi perusahaan *non financial* yang terdaftar di BEI menyatakan bahwa rasio profitabilitas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi. Maka hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah:

$H_1$  : Adanya pengaruh positif dari rasio profitabilitas terhadap peringkat obligasi syariah perusahaan *non financial* di Bursa Efek Indonesia.

2. Pengaruh rasio solvabilitas terhadap peringkat obligasi syariah perusahaan *non financial* di Bursa Efek Indonesia.

Rasio solvabilitas merupakan rasio keuangan yang menunjukkan seberapa besar proporsi penggunaan hutang yang digunakan untuk membiayai investasi. Yang artinya, semakin tinggi rasio solvabilitas maka kemampuan perusahaan tersebut dalam memenuhi kewajibannya cenderung lebih rendah. Solvabilitas perusahaan juga dapat diartikan sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar semua kewajibannya baik itu kewajiban jangka pendek maupun jangka panjang. Semakin tinggi nilai solvabilitas perusahaan menandakan semakin tinggi tingkat hutang yang diterima. Sehingga perusahaan dapat mengalami kesulitan keuangan yang mengakibatkan turunnya peringkat obligasi yang diterima. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Lidia Malia (2015) dengan judul pengaruh rasio keuangan terhadap peringkat sukuk menyatakan bahwa rasio solvabilitas memiliki pengaruh terhadap peringkat obligasi. Maka hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah:

$H_2$  : Adanya pengaruh negatif dari rasio solvabilitas terhadap peringkat obligasi syariah perusahaan *non financial* di Bursa Efek Indonesia.

3. Pengaruh rasio likuiditas terhadap peringkat obligasi syariah perusahaan *non financial* di Bursa Efek Indonesia.

Rasio likuiditas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi berarti perusahaan tersebut memiliki aktiva lancar yang lebih besar dibandingkan dengan hutang lancarnya akan dapat memenuhi kewajiban jangka pendek dengan tepat waktu. Tingkat likuiditas yang tinggi pada suatu perusahaan akan menunjukkan kuatnya

kondisi keuangan perusahaan tersebut sehingga dapat mempengaruhi peringkat obligasi yang diterimanya. Jadi semakin tinggi likuiditas perusahaan maka akan semakin baik pula peringkat obligasi yang diterimanya. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Lidiya Malia dengan judul pengaruh rasio keuangan terhadap peringkat sukuk memberikan hasil rasio likuiditas berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk. Maka hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah:

H<sub>3</sub> : Adanya pengaruh positif dari rasio likuiditas terhadap peringkat obligasi syariah perusahaan *non financial* di Bursa Efek Indonesia.

4. Pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap peringkat obligasi syariah perusahaan *non financial* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Pertumbuhan perusahaan yang positif dalam *annual surplus* dapat mengindikasikan berbagai macam kondisi finansial. Pertumbuhan perusahaan juga sebagai tolak ukur untuk melihat kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber daya yang ada pada perusahaan tersebut. Apabila perusahaan dapat mengelola sumber daya yang mereka miliki dengan baik, maka hal ini akan berpengaruh terhadap bertambahnya pendapatan perusahaan tersebut. Dengan demikian, pertumbuhan perusahaan yang baik akan memberikan rasa aman kepada kreditur karena perusahaan akan mampu menghasilkan laba untuk membayar pokok dan imbalan obligasi syariah dengan baik dan lancar. Pada umumnya, pertumbuhan perusahaan yang semakin membaik dari tahun ketahun akan memberikan peringkat obligasi yang *investment grade*. Penelitian dari Indah Wijayanti (2014) yang berjudul faktor-faktor yang mempengaruhi obligasi menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi. Maka hipotesis ke empat dalam penelitian ini adalah:

H<sub>4</sub> : Adanya pengaruh positif dari pertumbuhan perusahaan terhadap peringkat obligasi syariah perusahaan *non financial* di Bursa Efek Indonesia.