

Analisis Pengaruh Imbal Hasil Sertifikat Bank Indonesia Syariah, Likuiditas, Leverage, Asset Turnover, dan Profitabilitas Terhadap Pendapatan Obligasi Syariah Mudharabah dan Ijarah (Studi Kasus Pada Perusahaan Penerbit Obligasi Syariah yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010 – 2014)

Sri Mulyati ¹, Trisandi Eka Putri ², Siti Rohmah Fatimah ³

¹STIE Sutaatmadja, Subang, Indonesia
asrylia@yahoo.co.id

²STIE Sutaatmadja, Subang, Indonesia
trisandi_ep@yahoo.com

³STIE Sutaatmadja, Subang, Indonesia
sitirohmah.fatimah@gmail.com

Abstract

This study aims to analyze the influence of profit-sharing Bank Indonesia Certificates Sharia (SBIS), liquidity, leverage, asset turnover, and profitability to the mudharabah and ijarah islamic bonds revenue. The study population was a company issuing islamic bonds listed in Indonesia Stock Exchange in 2010-2014 that reported complete and published of financial statement. The technique of sample selection used purposive sampling. Sample that according with the criteria was 2 company issuing mudharabah islamic bond and 4 company issuing ijarah islamic bond. Test in this study using multiple linear regression test which includes classic assumption test, analysis coefficient of determination (R²), t test and F test and to analyze the data using SPSS version 22.

These results of this study indicate partially bring liquidity and leverage is a significant effect on mudharabah islamic bod revenue, then profit-sharing SBIS, asset turnover and profitability is not a significant effect on mudharabah islamic bond revenue. Simultaneously profit-sharing SBIS, liquidity, leverage, asset turnover and profitability has a significant effect on mudharabah islamic bond revenue. Then the variables that affect ijarah islamic bond revenue is liquidity, asset turnover and profitability, while profit-sharing SBIS and leverage has not effect. Simultaneously profit-sharing SBIS, liquidity, leverage, asset turnover and profitability has a significant effect on ijarah islamic bond revenue.

Keywords: *Islamic Bonds Revenue, profit-sharing Bank Indonesia Certificates Sharia (SBIS), liquidity, leverage, asset turnover and profitability.*

PENDAHULUAN

Di Indonesia, pasar keuangan syariah termasuk obligasi syariah (*sukuk*) tumbuh dengan cepat, meskipun porsinya masih relatif sangat kecil jika dibandingkan dengan pasar konvensional. Akad-akad obligasi syariah yang diterapkan di Indonesia adalah obligasi syariah dengan menggunakan akad *mudharabah* dan akad *ijarah*.

Pendapatan yang akan diterima oleh pemegang obligasi syariah *mudharabah* berupa bagi hasil yang telah ditentukan dengan tingkat *return* yang diberikan berupa *term indicative/expected return*. Sedangkan pendapatan pada obligasi syariah dengan akad *ijarah* berupa imbalan atau *fee* yang telah ditentukan sebelumnya, sehingga besar

return yang diberikan sama sepanjang waktu atau tetap selama obligasi syariah tersebut berlaku.

Obligasi syariah *ijarah* lebih diminati oleh investor, karena tingkat pendapatan yang diterima bersifat tetap. Meskipun tingkat pendapatan yang diberikan tetap, kegiatan investasi tidak akan lepas dari risiko gagal bayar. Seperti yang telah terjadi pada sebuah perusahaan besar yang gagal dalam membayar pendapatan atau *fee ijarah*, perusahaan tersebut adalah PT Berlian Laju Tanker Tbk. PT Berlian Laju Tanker Tbk menerbitkan obligasi syariah *ijarah* pada tahun 2007 dan 2009 dan keduanya jatuh tempo pada tahun 2012. Dari tahun 2007 sampai dengan tahun 2011 perusahaan tersebut tidak memiliki masalah dalam pembayaran, namun pada kuartal ke dua tahun 2012 perusahaan mengalami masalah yang berakibat pada kesulitan memenuhi kewajiban pembayaran *fee ijarah* dan pokok pinjamannya.

Gagal bayar tersebut dikarenakan faktor makro ekonomi berupa jumlah uang beredar dan kurs. Gagal bayar tersebut juga dapat terjadi karena kesalahan struktur *sukuk* itu sendiri ataupun karena tingkat kinerja keuangan perusahaan. Gagal bayar tersebut akan berdampak negatif terhadap citra sistem keuangan islam yang tahan pada krisis dan tidak berbasiskan pada transaksi ribawi. Kemudian obligasi syariah *mudharabah* kurang diminati oleh para investor, karena memiliki kendala dalam perhitungan pendapatan bagi hasil. Dilihat dari kasus tersebut, tingkat pendapatan obligasi syariah tergantung pada pendapatan yang dihasilkan oleh emiten dan faktor makro ekonomi. Sehingga tinggi rendahnya tingkat pendapatan yang akan diterima oleh pemegang obligasi syariah dipengaruhi oleh makro ekonomi dan mikro ekonomi yang berupa tingkat kinerja keuangan perusahaan.

Salah satu makro ekonomi yang mempengaruhi tingkat pendapatan obligasi syariah adalah tingkat suku bunga BI. Suku bunga BI merupakan salah satu mekanisme yang digunakan Bank Indonesia untuk mengontrol kestabilan nilai tukar rupiah. Menurut Samsul (2006) (dalam Fitriyah, 2013:8) kenaikan tingkat bunga pinjaman memiliki dampak negatif terhadap setiap emiten, karena akan meningkatkan beban bunga kredit dan menurunkan laba bersih. Apabila laba bersih turun, maka akan menurunkan pendapatan obligasi syariah. Penelitian ini menggunakan tingkat imbal hasil SBIS (Sertifikat Bank Indonesia Syariah). Karena imbal hasil SBIS merupakan faktor makro ekonomi yang mekanismenya menggunakan prinsip syariah. Tujuan Penerbitan SBIS bagi Bank Indonesia adalah mengatur peredaran uang di dalam masyarakat, sedangkan bagi Bank Syariah/Unit Usaha Syariah sebagai salah satu cara untuk mengatur likuiditas. Ketika tingkat imbal hasil SBIS kecil akan meningkatkan tingkat pendapatan obligasi syariah. Selain makro ekonomi tingkat pendapatan obligasi syariah juga dipengaruhi oleh kinerja keuangan perusahaan.

Baik buruk kinerja perusahaan tercermin dari rasio-rasio keuangan yang secara rutin diterbitkan oleh emiten atau perusahaan penerbit obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* yang berupa informasi keuangan. Terdapat beberapa rasio keuangan antara lain rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas.

Rasio likuiditas merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya secara tepat waktu (Irham Fahmi, 2014). Apabila likuiditas perusahaan tinggi, perusahaan akan lebih cepat dalam membayarkan pendapatan obligasi syariah. Karena para investor akan berinvestasi pada perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi. Kemudian rasio aktivitas merupakan rasio untuk mengukur efektivitas aktivitas perusahaan (Irham Fahmi, 2014). Kefektifan sebuah perusahaan dilihat dari tingkat penjualan, dimana ketika tingkat penjualan naik maka laba yang diperoleh akan ikut naik. Dengan peningkatan laba sebuah perusahaan, maka akan memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan pendapatan obligasi syariah.

Rasio berikutnya adalah rasio *leverage*, rasio tersebut mengukur besarnya jaminan yang tersedia untuk kreditor. Semakin rendah rasio *leverage* akan semakin baik tingkat risiko yang dihadapi (Irham Fahmi, 2014). Tinggi rendahnya risiko yang dihadapi perusahaan akan mempengaruhi pembayaran pendapatan obligasi syariah. Ketika risiko yang dihadapi perusahaan rendah, maka pembayaran pendapatan akan lebih cepat. Rasio yang terakhir adalah rasio profitabilitas, rasio tersebut mengukur kemampuan perusahaan dalam mendapatkan profit (Irham Fahmi, 2014). Semakin tinggi rasio profitabilitas akan meningkatkan pendapatan obligasi syariah. Karena salah satu pertimbangan investor dalam mengambil keputusan berinvestasi adalah rasio profitabilitas.

Kinerja keuangan perusahaan dalam penelitian ini menggunakan empat rasio keuangan yaitu rasio likuiditas yang diproksikan dengan *current ratio*, rasio solvabilitas atau *leverage* diproksikan dengan DER (*Debt to Equity Ratio*), rasio aktivitas diproksikan dengan TATO (*Total Asset Turnover*) dan rasio Profitabilitas diproksikan dengan ROI (*Return On Investment*).

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan di atas, maka penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh imbal hasil Sertifikat Bank Indonesia Syariah, likuiditas, *leverage*, *asset turnover* dan profitabilitas secara parsial terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*.

TINJAUAN PUSTAKA

Obligasi Syariah

Pengertian Obligasi syariah yang dikemukakan oleh Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 dijelaskan sebagai berikut :

Obligasi syariah didefinisikan sebagai 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.

Sedangkan Andri (2009:141) mendefinisikan obligasi syariah sebagai berikut :
Obligasi syariah (*sukuk*) merupakan efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas kepemilikan aset berwujud tertentu, nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu, serta kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

Dari definisi di atas dapat disimpulkan bahwa obligasi syariah merupakan salah satu produk investasi yang berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten dan memberikan pendapatan berupa bagi hasil/*fee* kepada pemegang obligasi syariah serta membayar kembali dana obligasi syariah pada saat jatuh tempo.

Obligasi Syariah *Mudharabah*

Nafik (2009) memberikan pengertian Obligasi Syariah *Mudharabah* sebagai berikut :

Obligasi Syariah *Mudharabah* adalah surat berharga yang berisi akad pembiayaan berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh perusahaan (emiten), pemerintah, atau institusi lainnya yang mewajibkan penerbit *sukuk* untuk membayar pendapatan kepada pemegang *sukuk* berupa bagi hasil dari hasil yang telah disetorkan pemilik dana serta membayar kembali dana pokok *sukuk* pada jatuh tempo.

Menurut fatwa DSN No.33/DSN-MUI/IX/2002 yang terkait dengan obligasi syariah *mudharabah* sebagai berikut :

1. Akad yang digunakan dalam Obligasi Syariah *Mudharabah* adalah Akad *Mudharabah*;
2. Jenis usaha yang dilakukan Emiten (Mudharib) tidak boleh bertentangan dengan syariah dengan memperhatikan substansi Fatwa DSN-MUI Nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah;
3. Pendapatan (hasil) investasi yang dibagikan Emiten (Mudharib) kepada pemegang Obligasi Syariah *Mudharabah* (Shahibul Mal) harus bersih dari unsur nonhalal;
4. Nisbah keuntungan dalam Obligasi Syariah *Mudharabah* ditentukan sesuai kesepakatan, sebelum emisi (penerbitan) Obligasi Syariah *Mudharabah*;
5. Pembagian pendapatan (hasil) dapat dilakukan secara periodik sesuai kesepakatan, dengan ketentuan pada saat jatuh tempo diperhitungkan secara keseluruhan;
6. Pengawasan aspek syariah dilakukan oleh Dewan Pengawas Syariah atau Tim Ahli Syariah yang ditunjuk oleh Dewan Syariah Nasional MUI, sejak proses emisi Obligasi Syariah *Mudharabah* dimulai;
7. Apabila Emiten (Mudharib) lalai dan/atau melanggar syarat perjanjian dan/atau melampaui batas, Mudharib berkewajiban menjamin pengambilan dana

Mudharabah. Dan Shahibul Mal dapat meminta Mudharib untuk membuat surat pengakuan utang;

8. Apabila Emiten (Mudharib) diketahui lalai dan/atau melanggar syarat perjanjian dan/atau melampaui batas kepada pihak lain, pemegang Obligasi Syariah Mudharabah (Shahibul Mal) dapat menarik dana Obligasi Syariah Mudharabah;
9. Kepemilikan Obligasi Syariah Mudharabah dapat dialihkan kepada pihak lain, selama disepakati dalam akad.

Obligasi Syariah Ijarah

Menurut Huda (2008:144), “*Sukuk Ijarah* adalah sekuritas yang mewakili kepemilikan aset yang keberadaannya jelas dan diketahui, yang melekat pada suatu kontrak sewa beli (*lease*), sewa dimana pembayaran *return* pada pemegang *sukuk*”.

Menurut fatwa DSN No.41/DSN-MUI/III/2004 yang terkait dengan obligasi syariah *mudharabah* sebagai berikut :

1. Akad yang digunakan dalam Obligasi Syariah *Ijarah* adalah akad *Ijarah* dengan memerhatikan substansi Fatwa DSN-MUI nomor 9/DSN-MUI/IV/2000 tentang pembiayaan *Ijarah*, terutama mengenai rukun dan syarat akad;
2. Objek *Ijarah* harus berupa manfaat yang dibolehkan;
3. Jenis usaha yang dilakukan Emiten (Mudharib) tidak boleh bertentangan dengan syariah dengan memerhatikan substansi Fatwa DSN-MUI Nomor 20/DSN-MUI/IV/2000 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah dan nomor 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal;
4. Emiten dalam kedudukannya sebagai penerbit obligasi dapat mengeluarkan OSI baik untuk aset yang telah ada maupun aset yang akan diadakan untuk disewakan;
5. Pemegang Obligasi Syariah *Ijarah* sebagai pemilik aset (a’yan) atau manfaat (manafi’) dalam menyewakan (*ijarah*) aset atau manfaat yang menjadi haknya kepada pihak lain dilakukan melalui Emiten sebagai wakil;
6. Emiten yang bertindak sebagai wakil dari Pemegang Obligasi Syariah *Ijarah* dapat menyewakan kepada pihak lain;
7. Dalam hal Emiten bertindak sebagai penyewa untuk dirinya sendiri, maka Emiten wajib membayar sewa dalam jumlah dan waktu yang disepakati sebagai imbalan (‘*iwadh ma’lum*) sebagaimana jika penyewaan dilakukan kepada pihak lain;
8. Pengawasan aspek syariah dilakukan oleh Dewan Pengawas Syariah atau Tim Ahli Syariah yang ditunjuk oleh Dewan Syariah Nasional MUI, sejak proses emisi Obligasi Syariah *Ijarah* dimulai;
9. Kepemilikan Obligasi Syariah *Ijarah* dapat dialihkan kepada pihak lain, selama disepakati dalam akad.

Keuntungan atau Pendapatan Obligasi Syariah

Menurut Burhanuddin (2009:60), “penerbitan obligasi syariah berfungsi sebagai instrumen pembiayaan (*financing*) dan sekaligus investasi (*investment*) yang dapat

ditawarkan ke dalam berbagai bentuk atau struktur sesuai akad syariah”. Burhanuddin (2009) juga mengungkapkan bahwa keuntungan obligasi syariah dapat dibedakan menjadi dua macam berdasarkan akad yang digunakan:

1. Pembagian hasil berdasarkan akad persekutuan (*asy-syirkah*) yaitu berupa *mudharabah* atau *musyarakah*. Obligasi syariah yang menggunakan akad persekutuan ini akan memberikan keuntungan berupa bagi hasil (*profit* dan *loss sharing*) antara investor sebagai *shahib al-maal* dengan perusahaan yang menjalankan usaha sebagai *mudharibi*. Obligasi ini memberikan keuntungan dengan menggunakan *term indicative* atau *expected return* karena sifatnya yang *floating* dan tergantung pada kinerja perusahaan yang dibagihasilkan.
2. Pembagian *margin* atau *fee* berdasarkan akad pertukaran (*al-ba'i*) yaitu *murabahah*, *salam*, *istishna'* dan *ijarah*. Dalam fiqh mu'amalah akad ini bersifat *natural certainty contract*, sehingga obligasi syariah yang menggunakan akad ini akan memberikan hasil yang pasti dan dapat diperkirakan sebelumnya (*fixed and predetermined*). Dengan kata lain, akad tersebut merupakan bentuk pertukaran dengan skema *cost plus basis*, sehingga akan memberikan keuntungan yang cenderung bersifat tetap (*fixed return*).

Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS)

Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) adalah surat berharga yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia selaku Bank Sentral dan ditujukan untuk dibeli oleh Bank Umum dengan nilai nominal yang sangat besar. Tujuan Penerbitan SBIS bagi Bank Indonesia adalah mengatur peredaran uang di dalam masyarakat, sedangkan bagi Bank Syariah/Unit Usaha Syariah sebagai salah satu cara untuk mengatur likuiditas. (Sri Nurhayati, 2015)

Berdasarkan fatwa DSN-MUI dan Peraturan Bank Indonesia, instrumen SBIS dilaksanakan dengan menggunakan mekanisme lelang sebagaimana hal ini pun diberlakukan bagi SBI konvensional. Namun, perbedaannya adalah mekanisme yang digunakan dalam SBIS adalah Akad *Ju'alah* (imbalan) sehingga dipastikan tidak ada *riba'* meskipun *return* yang diberikan BI terbilang cukup tinggi.

Rasio Keuangan

Rasio keuangan adalah angka yang diperoleh dari hasil perbandingan dari suatu pos laporan keuangan dengan pos lainnya yang mempunyai hubungan yang relevan dan signifikan. Jenis-jenis rasio keuangan terdiri dari Rasio Likuiditas, Rasio Solvabilitas, Rasio Aktivitas, Rasio Profitabilitas.

Rasio Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan suatu perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya secara tepat waktu. Irham Fahmi (2014:66) mengatakan bahwa Rasio likuiditas secara umum ada dua yaitu Rasio Lancar (*Current Ratio*) dan Rasio Cepat (*Quick Ratio*). Rasio Lancar adalah ukuran umum yang digunakan atas

solvensi jangka pendek kemampuan perusahaan memenuhi kebutuhan utang ketika jatuh tempo. Sedangkan Rasio Cepat adalah ukuran uji solvensi jangka pendek yang lebih teliti daripada rasio lancar yang sedikit tidak likuid dan kemungkinan menjadi sumber kerugian. Dalam penelitian ini indikator pengukuran yang dipakai adalah Rasio Lancar (*Current Ratio*).

Rasio Solvabilitas atau *Leverage*

Leverage merupakan alat untuk mengukur seberapa besar perusahaan dibiayai dengan utang. Irham Fahmi (2014:72) mengungkapkan bahwa secara umum Rasio *Leverage* ada delapan yaitu *debt to total asset*, *debt to equity ratio*, *times interest earned*, *cash flow coverage*, *long-term debt to total capitalization*, *fixed charge coverage*, dan *cash flow adequacy*.

Indikator pengukuran untuk rasio solvabilitas atau *leverage* dalam penelitian ini menggunakan *Debt to Equity*. Menurut Joel G. Siegel dan Jae K. Shim dalam Irham Fahmi (2014:73) mendefinisikan *Debt to Equity Ratio* sebagai ukuran yang dipakai dalam menganalisis laporan keuangan untuk memperlihatkan besarnya jaminan yang tersedia untuk Kreditor.

Rasio Aktivitas

Rasio aktivitas merupakan rasio yang menggambarkan sejauh mana suatu perusahaan mempergunakan sumber daya yang dimilikinya guna menunjang aktivitas perusahaan. Irham Fahmi (2014:77) mengungkapkan bahwa terdapat empat rasio aktivitas, yaitu perputaran persediaan (*inventory turnover*), rata-rata periode pengumpulan piutang, perputaran aktiva tetap (*fixed asset turnover*) dan perputaran total aset (*total asset turnover*).

Salah satu indikator pengukuran yang dipakai dalam penelitian ini adalah *Total Asset Turnover* (perputaran total aset). *Asset Turnover* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur perputaran semua aktiva yang dimiliki perusahaan dan mengukur berupa jumlah penjualan yang diperoleh dari tiap rupiah aktiva.

Rasio Profitabilitas

Profitabilitas merupakan ukuran efektivitas manajemen secara keseluruhan yang ditunjukkan oleh besar kecilnya tingkat keuntungan yang diperoleh dalam hubungannya dengan penjualan maupun investasi. Irham Fahmi (2014:80) mengemukakan bahwa secara umum rasio profitabilitas terdiri dari empat rasio, yaitu *gross profit margin*, *net profit margin*, *return on investment* dan *return on equity*.

Salah satu indikator pengukuran yang dipakai dalam penelitian ini adalah *Return On Investment*. *Return On Investment* merupakan rasio yang menunjukkan hasil (*return*) atas jumlah aktiva yang digunakan dalam perusahaan. *Return On Investment* juga merupakan suatu ukuran tentang efektivitas manajemen dalam mengelola investasinya.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pengaruh Imbal Hasil SBIS Terhadap Pendapatan Obligasi Syariah

Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) adalah surat berharga yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia selaku Bank Sentral dan ditujukan untuk dibeli oleh Bank Umum dengan nilai nominal yang sangat besar. Tujuan Penerbitan SBI bagi Bank Indonesia adalah mengatur peredaran uang di dalam masyarakat, sedangkan bagi Bank Syariah/Unit Usaha Syariah sebagai salah satu cara untuk mengatur likuiditas.

Imbal hasil SBIS dapat dihitung dengan mengacu pada hasil lelang SBI berjangka waktu sama yang diterbitkan bersamaan dengan penerbitan SBIS. Kenaikan imbal hasil SBIS tersebut akan berpengaruh terhadap tingkat pendapatan obligasi syariah, karena ketika tingkat imbal hasil SBIS tinggi akan memungkinkan para investor beralih untuk berinvestasi pada SBIS. Hal tersebut akan membuat perusahaan untuk meningkatkan tingkat pendapatan obligasi syariah. Hipotesis dalam penelitian ini adalah :

H1_a : Imbal hasil SBIS berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*.

H1_b : Imbal hasil SBIS berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*.

Pengaruh Likuiditas Terhadap Pendapatan Obligasi Syariah

Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendek yang dimiliki perusahaan tersebut tepat pada waktunya. Likuiditas perusahaan ditunjukkan oleh besar kecilnya aktiva lancar yaitu aktiva yang mudah di ubah menjadi kas. Jadi, semakin tinggi rasio likuiditas berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Sehingga dengan semakin likuidnya suatu perusahaan, akan semakin cepat dalam pembayaran pendapatan obligasi syariah.

Hasil dalam penelitian Fitriyah (2013) menunjukkan bahwa rasio likuiditas mempunyai pengaruh signifikan dengan korelasi positif terhadap pendapatan obligasi syariah. Didukung juga oleh penelitian Sri Rahayu (2013) yang menunjukkan *current ratio* berpengaruh terhadap bagi hasil investor pada obligasi syariah *mudharabah*. Dari uraian tersebut maka hipotesis dari penelitian ini adalah:

H2_a : Likuiditas berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*.

H2_b : Likuiditas berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*.

Pengaruh Leverage Terhadap Pendapatan Obligasi Syariah

Leverage merupakan salah satu rasio keuangan yang menunjukkan persentase penyediaan dana oleh pemegang saham terhadap pemberi pinjaman. *Debt to Equity Ratio* untuk mengukur proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi terhadap modal yang dimiliki. Semakin rendah rasio *leverage* perusahaan, semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan. Dengan semakin rendahnya risiko yang

akan ditanggung oleh suatu perusahaan, maka akan lebih cepat pembayaran pendapatan obligasi syariah.

Penelitian Peni (2015) menunjukkan bahwa pengaruh rasio *leverage* terhadap *return* obligasi syariah *ijarah* negatif signifikan. Begitu juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Sri Rahayu (2013) dan Fitriyah (2013). Dari uraian tersebut, maka hipotesis dari penelitian ini adalah:

H3_a : *Leverage* berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*.

H3_b : *Leverage* berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*.

Pengaruh *Asset Turnover* Terhadap Pendapatan Obligasi Syariah

Rasio aktivitas merupakan rasio yang menggambarkan sejauh mana suatu perusahaan mempergunakan sumber daya yang dimilikinya guna menunjang aktivitas perusahaan. Salah satu indikator pengukuran yang dipakai dalam penelitian ini adalah *Total Asset Turnover* (perputaran total aset). Apabila semakin tinggi rasio aktivitasnya, maka aktivitas perusahaan semakin efektif. Sehingga laba yang akan diperoleh semakin besar, serta akan meningkatkan tingkat pendapatan yang akan diberikan.

Namun berbeda dengan penelitian yang dilakukan Fitriyah (2013) bahwa *asset turnover* tidak berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah. Dari uraian tersebut, maka hipotesis dari penelitian ini adalah :

H4_a : *Asset Turnover* berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*.

H4_b : *Asset Turnover* berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Pendapatan Obligasi Syariah

Profitabilitas merupakan ukuran efektivitas manajemen secara keseluruhan yang ditunjukkan oleh besar kecilnya tingkat keuntungan yang diperoleh dalam hubungannya dengan penjualan maupun investasi. *Return On Investment* melihat sejauh mana investasi yang telah ditanamkan mampu memberikan keuntungan sesuai dengan yang diharapkan. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin baik, hal tersebut menggambarkan tingginya kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan. Dari uraian tersebut maka hipotesis dalam penelitian ini adalah :

H5_a : Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*.

H5_b : Profitabilitas berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*.

Pengaruh Imbal Hasil Sertifikat Bank Indonesia Syariah, Likuiditas, *Leverage*, *Asset Turnover* dan Profitabilitas Terhadap Pendapatan Obligasi Syariah

Pengujian koefisien regresi simultan (Signifikansi-F) merupakan salah satu langkah pengujian hipotesis, di mana semua variabel dependen yaitu imbal hasil Sertifikat Bank Indonesia, likuiditas, *leverage*, *Asset Turnover* dan profitabilitas secara simultan berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*. Dari uraian tersebut maka hipotesis dari penelitian ini adalah :

H6_a : Imbal Hasil SBIS, Likuiditas, *Leverage*, *asset turnover* dan Profitabilitas secara simultan berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*.

H6_b : Imbal Hasil SBIS, Likuiditas, *Leverage*, *asset turnover* dan Profitabilitas secara simultan berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan penerbit obligasi syariah (*sukuk*) di Indonesia dan menerbitkan laporan keuangan yang lengkap. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan *metode purposive sampling*. Adapun kriteria-kriteria dalam pengambilan sampel secara *purposive sampling* dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* dengan periode tahun 2007-2014;
2. Selain perusahaan Perbankan;
3. Emiten atau perusahaan penerbit obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* yang membayar pendapatan obligasi syariah selama periode penelitian;
4. Emiten atau perusahaan penerbit obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* yang menerbitkan laporan keuangan di Bursa Efek Indonesia; dan
5. Menerbitkan laporan keuangan yang lengkap.

Jumlah sampel yang diperoleh dalam penelitian ini sebanyak 2 perusahaan penerbit obligasi syariah *mudharabah* (PT. Adhi Karya (Persero) Tbk dan PT. Mayora Indah Tbk), sehingga jumlah data observasi secara keseluruhan dari tahun 2010-2014 diperoleh sebanyak 40 data dan 4 perusahaan penerbit obligasi syariah *ijarah* (PT. Indoosat Tbk, PT. Mitra Adiperkasa Tbk, PT. Salim Ivomas Putra Tbk dan PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero)), sehingga jumlah data observasi secara keseluruhan dari tahun 2010-2014 diperoleh sebanyak 80 data.

Operasionalisasi Variabel

Variabel dalam penelitian ini dibagi menjadi dua, yaitu variabel terikat (dependen) dan variabel independen atau bebas (independen). Berikut adalah penjelasannya :

1. Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah pendapatan obligasi syariah. Dimana pendapatan obligasi Syariah merupakan pendapatan yang akan diberikan oleh Perusahaan kepada pemegang obligasi syariah.

2. Variabel Independen (X)

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

- a. Imbal hasil SBIS (Setifikat Bank Indonesia Syariah)

Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) adalah surat berharga yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia selaku Bank Sentral dan ditujukan untuk dibeli oleh Bank Umum dengan nilai nominal yang sangat besar. Imbal hasil merupakan imbalan yang diberikan oleh Bank Indonesia kepada para investor.

b. Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan suatu perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya secara tepat waktu. Rasio likuiditas dapat diproksikan dengan Rasio Lancar (*Current Ratio*), dimana Rasio Lancar adalah ukuran umum yang digunakan atas solvensi jangka pendek kemampuan perusahaan memenuhi kebutuhan utang ketika jatuh tempo (Irham Fahmi, 2014). *Current Ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$CR = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$$

c. *Leverage*

Leverage merupakan alat untuk mengukur seberapa besar perusahaan dibiayai dengan utang. Indikator pengukuran untuk rasio solvabilitas atau *leverage* dalam penelitian ini menggunakan *Debt to Equity*, dimana *Debt to Equity Ratio* merupakan ukuran yang dipakai dalam menganalisis laporan keuangan untuk memperlihatkan besarnya jaminan yang tersedia untuk Kreditor (Irham Fahmi, 2014). *Debt to Equity Ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Shareholders' Equity}}$$

d. *Asset Turnover*

Asset Turnover merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur perputaran semua aktiva yang dimiliki perusahaan dan mengukur berupa jumlah penjualan yang diperoleh dari tiap rupiah aktiva (Irham Fahmi, 2014). TATO dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$TATO = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Asset}}$$

e. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan ukuran efektivitas manajemen secara keseluruhan yang ditunjukkan oleh besar kecilnya tingkat keuntungan yang diperoleh dalam hubungannya dengan penjualan maupun investasi. Salah satu indikator pengukuran yang dipakai dalam penelitian ini adalah *Return On Investment*. *Return On Investment* merupakan rasio yang menunjukkan hasil (*return*) atas jumlah aktiva yang digunakan dalam perusahaan (Irham Fahmi, 2014). ROI dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$ROI = \frac{\text{Earning Before Income Tax (EBIT)}}{\text{Total Asset}}$$

Analisis Data

Penelitian ini menggunakan metode statistik deskriptif, uji normalitas (Skewness dan Kurtosis), data *outlier*. kemudian dilakukan uji asumsi klasik yang terdiri dari (uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas) dan selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis dengan menggunakan analisis regresi linier berganda, perhitungan uji statistik secara parsial (uji signifikansi-t), perhitungan uji statistik secara simultan (uji signifikansi-F) dan uji koefisien determinasi.

Persamaan umum Regresi Linear Berganda yang digunakan dalam penelitian ini yaitu:

a. $Y_1 = \beta_0 + \beta_1 SBIS + \beta_2 CR + \beta_3 DER + \beta_4 TATO + \beta_5 ROI + e$

Keterangan :

- Y_1 = pendapatan obligasi syariah *mudharabah*
 β_0 = konstanta
 $\beta_2 \beta_3 \beta_4 \beta_5$ = koefisien masing-masing variabel
SBIS = imbal hasil SBIS
CR = Likuiditas perusahaan (*current ratio*)
DER = *leverage (Debt to Equity)*
TATO = *asset turnover*
ROI = profitabilitas perusahaan (*Return On Investment*)

b. $Y_2 = \beta_0 + \beta_1 SBIS + \beta_2 CR + \beta_3 DER + \beta_4 TATO + \beta_5 ROI + e$

Keterangan :

- Y_2 = pendapatan obligasi syariah *ijarah*
 β_0 = konstanta
 $\beta_2 \beta_3 \beta_4 \beta_5$ = koefisien masing-masing variabel
SBIS = imbal hasil SBIS
CR = Likuiditas perusahaan (*Current Ratio*)
DER = *leverage (Debt to Equity)*
TATO = *asset turnover*
ROI = profitabilitas perusahaan (*Return On Investment*)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Mudharabah

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dari setiap variabel penelitian yang terdapat dalam penelitian ini disajikan dalam tabel berikut ini :

Tabel 1
Hasil Statistik Deskriptif
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Pend_Sukuk_Mudharabah	40	,083	,764	,42211	,313506
Imbal_Hasil_SBIS	40	4,161	7,299	6,02600	1,059861
CR	40	1,017	3,150	1,84337	,663641
DER	40	,935	6,219	3,44706	2,080819
TATO	40	,100	1,642	,71720	,420549
ROI	40	,002	,150	,04839	,039396
Valid N (listwise)	40				

Sumber: *Output SPSS 22.0 version*

Dari tabel diatas, dapat dilihat nilai N merupakan banyaknya data sampel (data kuartal selama 5 tahun dari 2 perusahaan). Data pendapatan obligasi syariah (*sukuk mudharabah*) yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat bagi hasil *sukuk mudharabah* yang diberikan perusahaan penerbit obligasi syariah (*sukuk mudharabah*) periode 2010-2014 yang tercatat di Laporan Keuangan Perusahaan dan PT Kustodian Sentral Efek Indonesia yang dipublikasikan dalam situs www.ksei.go.id.

Uji Hipotesis

Dalam penelitian ini terdapat enam variabel, dimana lima variabel merupakan variabel bebas atau independen yaitu Imbal Hasil SBIS (X_1), Likuiditas (X_2), *Leverage* (X_3), *Asset Turnover* (X_4) dan profitabilitas (X_5) serta satu variabel bebas atau dependen yaitu Pendapatan Obligasi Syariah *Mudharabah* (Y). Dengan menggunakan bantuan program SPSS Ver 22.0, hasil perhitungannya tersaji pada tabel dibawah ini :

Tabel 2
Hasil Uji t Hitung
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	,188	,140		1,340	,190
Imbal_Hasil_SBIS	,008	,011	,026	,691	,495
CR	-,112	,040	-,236	-2,808	,008
DER	,116	,013	,771	8,967	,000
TATO	-,049	,057	-,062	-,868	,392
ROI	,616	,722	,065	,854	,400

a. Dependent Variable: PEND_Sukuk_Mudharabah

Sumber: *Output SPSS 22.0 version*

Dari hasil perhitungan pada tabel di atas, maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 0,188 + 0,008SBIS - 0,112CR + 0,116DER - 0,049TATO + 0,616ROI + e$$

Berdasarkan pengujian hipotesis secara parsial (uji t), hanya variabel likuiditas dan leverage yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap pendapatan obligasi syariah mudharabah. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansinya yang kurang dari 0,05 (0,008 dan 0,000). Sedangkan variabel imbal hasil SBIS, asset turnover dan profitabilitas tidak mempunyai pengaruh terhadap pendapat obligasi syariah, karena nilai signifikansinya lebih dari 0,05 (0,495; 0,392 dan 0,400).

Sedangkan hasil pengujian secara simultan (uji F), diperoleh hasil output sebagai berikut :

Tabel 4
Hasil Uji F
ANOVA^a

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3,481	5	,696	152,949	,000 ^b
	Residual	,146	32	,005		
	Total	3,627	37			

a. Dependent Variable: PEND_Sukuk_Mudharabah

b. Predictors: (Constant), ROI, Imbal_Hasil_SBIS, CR, TATO, DER

Sumber: *Output SPSS 22.0 version*

Berdasarkan hasil output SPSS 22.0 pada tabel di atas diperoleh hasil bahwa nilai F hitung sebesar 9,896 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000. Karena tingkat probabilitas lebih kecil dari 0,05, maka artinya bahwa tingkat imbal hasil SBIS, Likuiditas, *Leverage*, *Asset Turnover*, dan Profitabilitas berpengaruh secara simultan terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*.

Selanjutnya hasil nilai *adjusted R square* dari regresi digunakan untuk mengetahui besarnya variabel dependen yang dipengaruhi oleh variabel independennya. Berikut adalah hasil output SPSS 22.0 version :

Tabel 5
Hasil Adjusted R Square
Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,980 ^a	,960	,954	,06746633

a. Predictors: (Constant), ROI, Imbal_Hasil_SBIS, CR, TATO, DER

Sumber: *Output SPSS 22.0 version*

Berdasarkan tabel di atas, nilai *adjusted R square* (R^2) adalah sebesar 0,954. Hal ini berarti 95,4 % tingkat pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dapat dijelaskan oleh kelima variabel independen yaitu imbal hasil SBIS, Likuiditas Perusahaan, *Leverage*, *Asset Turnover*, dan Profitabilitas Perusahaan. Sedangkan sisanya sebesar 4,6 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi.

Pembahasan

Hasil uji hipotesis H1a ditolak, artinya bahwa imbal hasil SBIS tidak berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*. Hal ini dikarenakan bahwa pada dasarnya SBIS lebih ditujukan kepada perusahaan perbankan yang memiliki kelebihan likuiditas. Sehingga berapapun tingkat imbal hasil SBIS yang diberikan Bank Indonesia tidak akan mempengaruhi tingkat pendapatan yang akan dibagikan.

Hasil uji hipotesis H2a diterima, artinya bahwa likuiditas yang diprosikan dengan *Current Ratio* berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*. Seorang investor akan memilih untuk menanamkan investasinya pada perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi, karena jika likuiditas perusahaan tinggi akan lebih cepat dalam hal pembayaran kewajibannya pada saat jatuh tempo. Apalagi obligasi syariah ini menggunakan akad *mudharabah*, dimana pendapatannya yang berupa bagi hasil sesuai dengan pendapatan yang dihasilkan oleh emiten atau perusahaan. Sehingga tinggi rendahnya rasio lancar akan mempengaruhi cepat dan lambatnya pembayaran pendapatan tersebut. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Yahya (2012) yang menyatakan bahwa Rasio Lancar merupakan

variabel yang dominan pengaruhnya terhadap jumlah bagi hasil obligasi syariah *mudharabah*.

Hasil uji hipotesis H3a diterima, artinya bahwa *leverage* yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*. Sebuah perusahaan yang memiliki tingkat rasio hutang yang tinggi, maka perusahaan tersebut memiliki tingkat risiko kebangkrutan yang tinggi pula dan dikhawatirkan akan berdampak pada lambatnya pembayaran hutang. Rasio hutang juga menjadi salah satu pertimbangan investor dalam menginvestasikan dananya. Apalagi obligasi syariah ini menggunakan akad *mudharabah*, dimana pendapatan yang diberikan berupa bagi hasil dari pendapatan yang dihasilkan oleh emiten atau perusahaan penerbit obligasi syariah. Sehingga tinggi rendahnya rasio *Debt to Equity Ratio* (DER) sangat berpengaruh terhadap pembayaran pendapatan obligasi syariah. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Sri Rahayu (2013), bahwa rasio utang berpengaruh terhadap bagi hasil investor obligasi syariah *mudharabah*.

Hasil uji hipotesis H4a ditolak, artinya bahwa *asset turnover* tidak berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*. Hal ini dikarenakan *asset turnover* mengukur seluruh aktiva yang dimiliki untuk menghasilkan laba. Sedangkan pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dibagikan berdasarkan pendapatan yang dihasilkan oleh emiten dari aktiva yang didanai oleh obligasi tersebut. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Yahya (2012) yang menyatakan bahwa rasio aktivitas yang diproksikan dengan *inventory turnover* tidak berpengaruh terhadap jumlah bagi hasil obligasi syariah.

Hasil uji hipotesis H5a ditolak, artinya bahwa profitabilitas perusahaan yang diproksikan dengan *Return On Investment* (ROI) tidak berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*. Profitabilitas perusahaan merupakan indikator yang paling sering digunakan oleh investor dalam pengambilan keputusan untuk menanamkan investasi pada sebuah perusahaan. Tetapi pendapatan obligasi syariah *mudharabah* didasarkan pada penghasilan yang diperoleh emiten. Sehingga tingkat *return* obligasi tidak cukup untuk menilai profitabilitas perusahaan. Karena tingkat profitabilitas yang menggambarkan penghasilan yang diperoleh emiten adalah dengan melihat tingkat penjualan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Ni Wayan Linda (2015) dimana profitabilitas yang diproksikan dengan ROA tidak berpengaruh terhadap *yield* obligasi.

Hasil uji hipotesis H6a diterima, artinya bahwa imbal hasil SBIS, Likuiditas, *Leverage*, *Asset Turnover* dan profitabilitas secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* pada perusahaan penerbit obligasi syariah tahun 2010-2014.

Ijarah Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dari setiap variabel penelitian yang terdapat dalam penelitian ini disajikan dalam tabel berikut ini :

Tabel 6
Hasil Statistik Deskriptif
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Pend_Sukuk_Ijarah	80	,102	,130	,11673	,008612
Imbal_Hasil_SBIS	80	4,161	7,299	6,02600	1,053132
CR	80	,406	1,765	,99586	,343180
DER	80	,651	3,472	1,75334	,719775
TATO	80	,088	1,624	,42510	,355026
ROI	80	-,066	,127	,02705	,035888
Valid N (listwise)	80				

Sumber : *Output Spss 22.0 version*

Dari tabel diatas, dapat dilihat nilai N merupakan banyaknya data sampel (data kuartal selama 5 tahun dari 4 perusahaan). Data pendapatan obligasi syariah (*sukuk ijarah*) yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat *fee sukuk ijarah* yang diberikan perusahaan penerbit obligasi syariah (*sukuk ijarah*) periode 2010-2014 yang tercatat di Laporan Keuangan Perusahaan dan PT Kustodian Sentral Efek Indonesia yang dipublikasikan dalam situs www.ksei.go.id.

Uji Hipotesis

Dalam penelitian ini terdapat enam variabel, dimana lima variabel merupakan variable bebas atau independen yaitu Imbal Hasil SBIS (X_1), Likuiditas Perusahaan (X_2), *Leverage* (X_3), *Asset Turnover* (X_4) dan profitabilitas Perusahaan (X_5) serta satu variabel bebas atau dependen yaitu Pendapatan Obligasi Syariah *Ijarah* (Y).

Dengan menggunakan bantuan program SPSS Ver 22.0, hasil perhitungannya tersaji pada tabel dibawah ini :

Tabel 7
Hasil Uji t Hitung
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	,103	,006		17,127	,000
Imbal_Hasil_SBIS	9,631E-5	,001	,012	,125	,901
CR	,014	,003	,577	4,647	,000
DER	-,002	,001	-,200	-1,755	,084
TATO	,017	,005	,395	3,569	,001
ROI	-,112	,050	-,326	-2,231	,029

a. Dependent Variable: PEND_sukuk_ijarah

Sumber: *Output SPSS 22.0 version*

Dari hasil perhitungan pada tabel di atas, maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 0,103 + 9,631E-5SBIS + 0,014CR - 0,002DER + 0,017TATO - 0,112ROI + e$$

Berdasarkan pengujian hipotesis secara parsial (uji t), menunjukkan bahwa variabel likuiditas, asset turnover dan profitabilitas mempunyai pengaruh signifikan terhadap pendapatan obligasi syariah mudharabah. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansinya yang kurang dari 0,05 (0,000; 0,001 dan 0,029). Sedangkan variabel imbal hasil SBIS, dan leverage tidak mempunyai pengaruh terhadap pendapat obligasi syariah, karena nilai signifikansinya lebih dari 0,05 (0,901 dan 0,084).

Sedangkan hasil pengujian secara simultan (uji F), diperoleh hasil output sebagai berikut :

Tabel 8
Hasil Uji F
ANOVA^a

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,002	5	,000	9,540	,000 ^b
	Residual	,003	60	,000		
	Total	,005	65			

a. Dependent Variable: PEND_sukuk_ijarah

b. Predictors: (Constant), ROI, Imbal_Hasil_SBIS, TATO, DER, CR

Sumber: *Output SPSS 22.0 version*

Berdasarkan hasil output *SPSS 22.0* pada tabel di atas diperoleh hasil bahwa nilai F hitung sebesar 9,540 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000. Karena tingkat

probabilitas lebih kecil dari 0,05 maka artinya bahwa imbal hasil SBIS, Likuiditas, *Leverage*, *Asset Turnover*, dan Profitabilitas berpengaruh secara simultan terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*.

Selanjutnya hasil nilai *adjusted R square* dari regresi digunakan untuk mengetahui besarnya variabel dependen yang dipengaruhi oleh variabel independennya. Berikut adalah hasil output *SPSS 22.0 version* :

Tabel 9
Hasil Adjusted R Square
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,666 ^a	,443	,396	,00647412

a. Predictors: (Constant), ROI, Imbal_Hasil_SBIS, TATO, DER, CR

b. Dependent Variable: PEND_sukuk_ijarah

Sumber: *Output SPSS 22.0 version*

Berdasarkan tabel di atas, nilai *adjusted R square* (R^2) adalah sebesar 0,396. Hal ini berarti 39,6 % tingkat pendapatan obligasi syariah *ijarah* dapat dijelaskan oleh kelima variabel independen yaitu imbal hasil SBIS, Likuiditas Perusahaan, *Leverage*, *Asset Turnover*, dan Profitabilitas Perusahaan. Sedangkan sisanya sebesar 60,4 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi.

Pembahasan

Hasil uji hipotesis H1b ditolak, artinya bahwa imbal hasil SBIS tidak berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*. Hal ini dikarenakan bahwa pada dasarnya SBIS lebih ditujukan kepada perusahaan perbankan yang memiliki kelebihan likuiditas. Sehingga berapapun imbal hasil SBIS yang diberikan Bank Indonesia tidak akan mempengaruhi tingkat pendapatan yang akan dibagikan. Dan pada kenyataannya juga pendapatan yang diberikan berikan perusahaan penerbit obligasi syariah lebih besar jika dibandingkan dengan imbal hasil SBIS yang diberikan oleh Bank Indonesia. Sehingga besar kemungkinan para investor lebih memilih obligasi syariah.

Hasil uji hipotesis H2b diterima, artinya bahwa likuiditas yang diprosikan dengan *Current Ratio* berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*. Seorang investor akan memilih untuk menanamkan investasinya pada perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi, karena jika likuiditas perusahaan tinggi akan lebih cepat dalam hal pembayaran kewajibannya pada saat jatuh tempo. meskipun obligasi syariah ini menggunakan akad *ijarah*, dimana pendapatannya yang berupa *fee* telah ditentukan di awal penerbitan. Tinggi rendahnya rasio lancar tetap akan mempengaruhi cepat dan lambatnya pembayaran pendapatan tersebut. Hasil penelitian ini sesuai mendukung penelitian yang dilakukan oleh Mufti (2013) bahwa *Current Ratio* memiliki pengaruh positif terhadap tingkat penetapan sewa obligasi syariah *ijarah*,

dimana ketika *Current Ratio* naik, maka tingkat sewa obligasi syariah *ijarah* naik. Manajemen lebih berfokus pada bagaimana cara memunculkan sinyal positif yang tidak bisa ditiru oleh perusahaan lain yaitu dengan cara meningkatkan tingkat sewa obligasi syariah *ijarah* untuk menunjukkan kinerjanya. Dengan meningkatkan tingkat sewa obligasi syariah, maka akan menimbulkan respon baik dari investor. Penelitian yang dilakukan oleh Yuliana (2010) juga mendukung penelitian ini bahwa likuiditas yang diproksikan dengan *Current Ratio* berpengaruh terhadap tingkat sewa obligasi syariah *ijarah*.

Hasil uji hipotesis H3b ditolak, artinya bahwa *leverage* yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) tidak berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*. Sebuah perusahaan yang memiliki tingkat rasio hutang yang tinggi, maka perusahaan tersebut memiliki tingkat risiko kebangkrutan yang tinggi pula dan dikhawatirkan akan berdampak pada lambatnya pembayaran hutang. Rasio hutang juga menjadi salah satu pertimbangan investor dalam menginvestasikan dananya. Tetapi, karena obligasi syariah ini menggunakan akad *ijarah*, dimana pendapatan yang diberikan berupa *fee* yang telah ditetapkan sebelumnya dan bersifat tetap. Maka tinggi rendahnya *Debt to Equity Ratio* tidak akan mempengaruhi pendapatan obligasi syariah *ijarah*. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Wahyu Pratiwi (2014), bahwa *leverage* yang diproksikan dengan DER tidak berpengaruh terhadap tingkat sewa *sukuk ijarah*. Dimana DER merupakan prasyarat perusahaan menerbitkan obligasi untuk menunjukkan bahwa perusahaan penerbit *sukuk* memiliki target DER yang ketat, namun DER tidak memiliki pengaruh yang lebih terkait terhadap tingkat sewa *sukuk*.

Hasil uji hipotesis H4b diterima, artinya bahwa *asset turnover* berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*. Hal ini dikarenakan semakin tinggi rasio aktivitasnya, maka aktivitas perusahaan semakin efektif. Sehingga semakin efektifnya operasional perusahaan yang dilihat dari tingkat penjualannya, maka laba yang akan diperoleh semakin besar, serta akan meningkatkan tingkat pendapatan yang akan diberikan. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Mufti (2013) yang menyatakan bahwa rasio aktivitas yang diproksikan dengan *asset turnover* tidak berpengaruh terhadap penetapan tingkat sewa *ijarah*.

Hasil uji hipotesis H5b diterima, artinya bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan *Return On Investment* (ROI) berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*. Profitabilitas perusahaan merupakan indikator yang paling sering digunakan oleh investor dalam pengambilan keputusan untuk menanamkan investasi pada sebuah perusahaan. Meskipun tingkat pendapatan obligasi syariah *ijarah* telah ditentukan sebelumnya, namun investor akan menanamkan dananya ketika tingkat *return* yang akan diberikan tinggi. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Wahyu Pratiwi (2014), bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan ROE berpengaruh terhadap tingkat sewa *sukuk*. Hasil yang sama juga diperoleh dari penelitian Fitriyah (2013) dimana Profitabilitas yang diproksikan dengan ROA berpengaruh signifikan terhadap pendapatan obligasi syariah, karena variabel tersebut menjelaskan kemampuan

perusahaan dalam menjalankan aktivitasnya untuk menghasilkan laba yang tinggi sehingga akan mempengaruhi besar kecilnya pendapatan yang akan diberikan.

Hasil uji hipotesis H6b diterima, artinya bahwa imbal hasil SBIS, likuiditas, *leverage*, *asset turnover* dan profitabilitas secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*.

Analisis Perbandingan Hasil Pendapatan Obligasi Syariah *Mudharabah* Dan *Ijarah*

Berikut ini akan dipaparkan analisis perbandingan pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* :

Tabel 10
Perbandingan *Adjusted R Square*
Pendapatan Obligasi Syariah *Mudharabah* dan *Ijarah*

Analisis	Pendapatan Obligasi Syariah <i>Mudharabah</i>	Pendapatan Obligasi Syariah <i>Ijarah</i>
<i>Adjusted R²</i>	0,954	0,396

Sumber : data diolah

Besarnya nilai *Adjusted R Square* (pendapatan obligasi syariah *mudharabah*) adalah 0,954. Ini berarti variabel pendapatan obligasi syariah *mudharabah* mampu dijelaskan oleh imbal hasil SBIS, likuiditas, *leverage*, *asset turnover* dan profitabilitas sebesar 0,954 atau 95,4% sedangkan selebihnya dijelaskan oleh faktor lain yang tidak diteliti dalam penelitian. Kemudian besarnya nilai *Adjusted R Square* (pendapatan obligasi syariah *ijarah*) adalah 0,396 berarti variabel pendapatan obligasi syariah *ijarah* mampu dijelaskan oleh imbal hasil SBIS, likuiditas, *leverage*, *asset turnover* dan profitabilitas sebesar 0,396 atau 39,6% sedangkan selebihnya dijelaskan oleh faktor lain yang tidak diteliti dalam penelitian lebih dominan pengaruhnya terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*.

Dengan demikian nilai *Adjusted R Square* pendapatan obligasi syariah *mudharabah* lebih besar jika dibandingkan dengan pendapatan obligasi syariah *ijarah*. Hal tersebut dikarenakan pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dibagikan sesuai dengan hasil yang diperoleh oleh perusahaan atas aktiva yang didanai oleh obligasi tersebut, sehingga kinerja keuangan suatu perusahaan sangat mempengaruhi besarnya pendapatan obligasi yang dibagikan. Sedangkan besaran pendapatan obligasi syariah *ijarah* telah ditentukan diawal penerbitan obligasi tersebut, sehingga kinerja keuangan perusahaan bukan faktor yang dominan dalam mempengaruhi pendapatan obligasi syariah *ijarah*. Banyak faktor eksternal perusahaan yang lebih mempengaruhinya, seperti nilai kurs, inflasi, dan yang lainnya.

Tabel 11
Perbandingan Uji F
Pendapatan Obligasi Syariah *Mudharabah* dan *Ijarah*

Analisis	Pendapatan Obligasi Syariah <i>Mudharabah</i>	Pendapatan Obligasi Syariah <i>Ijarah</i>
Signifikansi	0,000	0,000

Sumber: data diolah

Berdasarkan Uji Signifikansi F baik pendapatan obligasi syariah *mudharabah* maupun yang *ijarah* memiliki tingkat signifikansi yang sama yaitu sebesar 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama imbal hasil SBIS, likuiditas, *leverage*, *asset turnover* dan profitabilitas berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*.

Tabel 12
Perbandingan Uji t
Pendapatan Obligasi Syariah *Mudharabah* dan *Ijarah*

	Pendapatan Obligasi Syariah <i>Mudharabah</i> Sig.	Pendapatan Obligasi Syariah <i>Ijarah</i> Sig.
Imbal Hasil SBIS	0,495	0,901
CR	0,008	0,000
DER	0,000	0,084
TATO	0,392	0,001
ROI	0,400	0,029

Sumber: data diolah

Dari tabel di atas dapat menunjukkan perbandingan antara pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dengan *ijarah* adalah sebagai berikut ;

1. Variabel imbal hasil SBIS baik untuk pendapatan obligasi syariah *mudharabah* maupun *ijarah* nilai signifikansinya $> 0,05$. Dengan demikian variabel imbal hasil SBIS tidak berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*.
2. Variabel Likuiditas yang diproksikan dengan Currebt Ratio memiliki nilai signifikansi sebesar 0,008 untuk pendapatan obligasi syariah *mudharabah*, sedangkan untuk pendapatan obligasi syariah *ijarah* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,000. Dengan demikian variabel likuiditas perusahaan dengan proksi Current Ratio lebih berpengaruh secara signifikan terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*.
3. Variabel *leverage* yang diproksikan dengan Debt to Equity Ratio (DER) berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000. Sedangkan terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah* tidak memiliki pengaruh dengan tingkat signifikansi sebesar 0,084.

4. Variabel asset turnover tidak memiliki pengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dengan tingkat signifikansi sebesar 0,392. Sedangkan pada pendapatan obligasi syariah *ijarah* memiliki pengaruh yang signifikan sebesar 0,001.
5. Variabel profitabilitas yang diproksikan dengan Return On Investment (ROI) tidak memiliki pengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dengan tingkat signifikansi sebesar 0,400. Sedangkan pada pendapatan obligasi syariah *ijarah* memiliki pengaruh yang signifikan sebesar 0,029.

Perbedaan hasil yang didapat dari perbandingan pendapatan ini kemungkinan disebabkan karena penggunaan akad yang berbeda dan perhitungan yang berbeda dalam menentukan tingkat pendapatan yang akan diberikan. Perhitungan pendapatan obligasi syariah yang menggunakan akad *mudharabah* berdasarkan hasil yang diperoleh oleh emiten atau perusahaan dari aktiva yang didanai oleh obligasi syariah tersebut. Sedangkan perhitungan pendapatan obligasi syariah yang menggunakan akad *ijarah* telah ditentukan oleh emiten atau perusahaan pada saat obligasi syariah tersebut diterbitkan. Dari hasil perbandingan menunjukkan bahwa besaran pendapatan obligasi syariah *mudharabah* lebih mudah diprediksi, meskipun perhitungannya lebih rumit.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian mengenai Analisis Pengaruh tingkat imbal hasil Sertifikat Bank Indonesia Syariah, likuiditas perusahaan, *leverage*, *asset turnover*, dan profitabilitas perusahaan terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* (Studi pada Perusahaan Penerbit Obligasi Syariah yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2014) dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Secara parsial, variabel independen yang mempengaruhi pendapatan obligasi syariah *mudharabah* adalah likuiditas dan *leverage*. Sedangkan variabel independen lain seperti imbal hasil Sertifikat Bank Indonesia Syariah, *asset turnover* dan profitabilitas tidak mempengaruhi pendapatan obligasi syariah *mudharabah*.
2. Secara simultan, variabel independen yaitu imbal hasil Sertifikat Bank Indonesia Syariah, likuiditas, *leverage*, *asset turnover* dan profitabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*.
3. Secara parsial, variabel independen yang mempengaruhi pendapatan obligasi syariah *ijarah* adalah likuiditas, *asset turnover* dan profitabilitas. Sedangkan variabel independen lain seperti imbal hasil Sertifikat Bank Indonesia Syariah, dan *leverage* tidak mempengaruhi pendapatan obligasi syariah *ijarah*.
4. Secara simultan, variabel independen yaitu imbal hasil Sertifikat Bank Indonesia Syariah, likuiditas, *leverage*, *asset turnover* dan profitabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*.

5. Dari hasil perbandingan menunjukkan bahwa besaran pendapatan obligasi syariah *mudharabah* lebih mudah diprediksi, meskipun perhitungan pendapatannya lebih rumit.

Penelitian ini masih memiliki banyak keterbatasan diantaranya : tidak semua perusahaan penerbit obligasi syariah diteliti, dimana perusahaan perbankan dikeluarkan dalam sampel, dan penelitian ini berfokus pada internal perusahaan, sedangkan eksternal perusahaan yang diteliti hanya satu variabel yaitu tingkat imbal hasil Sertifikat Bank Indonesia.

Berdasarkan kesimpulan yang telah diuraikan diatas, maka peneliti sampaikan saran untuk peneliti selanjutnya yaitu diharapkan agar jumlah sampel dapat ditambah menjadi lebih banyak. Kemudian dapat menambah variabel makro yang lain seperti nilai tukar, jumlah uang beredar, serta mengganti proksi dalam mengukur rasio keuangan perusahaan. Selain itu dapat menambah periode penelitian agar diperoleh hasil yang lebih baik lagi.

DAFTAR PUSTAKA

- Andri Soemitra. 2009. Bank dan Lembaga Keuangan Syariah. Jakarta: Kencana.
- Burhanuddin. 2009. Pasar modal Syariah (Tinjauan Hukum). Yogyakarta: UII Press Yogyakarta.
- Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor.07/DSN-MUI/IV/2000 tentang Pembiayaan Mudharabah
- Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor.09/DSN-MUI/IV/2000 tentang Pembiayaan Ijarah
- Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah
- Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor.33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah
- Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor.41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah
- Fitriyah. 2013. “Analisis Pengaruh Variabel Makro Ekonomi dan Rasio Keuangan Terhadap Pendapatan Obligasi Syariah (*sukuk*) di Indononesia”. *Thesis*. Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang.
- Imam Ghozali. 2013. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Indah Yuliana. 2010. “Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Penetapan Tingkat Sewa Obligasi Syariah Ijarah di Indonesia”. *Jurnal*. Malang: UIN Maliki.
- Irham Fahmi. 2012. Analisis Kinerja Keuangan. Bandung: Alfabeta.
- Irham Fahmi. 2014. Manajemen Keuangan. Bandung: Alfabeta.
- Irham Fahmi. 2014. Pengantar Manajemen Keuangan Teori dan Soal Jawab. Bandung: Alfabeta.

- Irham Fahmi dan Yovi Lavianti Hadi. 2012. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi: Teori dan Soal Jawaban*. Bandung: Alfabeta.
- Kasmir. 2013. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Lilis Yulianti. 2011. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Minat Masyarakat Berinvestasi Sukuk". *Jurnal Walisongo* Vol.9, No.1. universitas Jember.
- Mufti Alam Adha. 2013. "Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Tingkat Penetapan Sewa Obligasi Syariah Ijarah Di Indonesia". Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta.
- Muhamad Nafik. 2009. *Bursa Efek dan Investasi Syariah*. Jakarta: PT Serambi Ilmu Semesta.
- Ni Wayan Linda dan Nyoman Abundanti. 2015. Variabel-Variabel yang Mempengaruhi *Yield* Obligasi Pada Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal. E-Jurnal Manajemen Unud* Vol 4 No.11, ISSN: 2302-8912 . Universitas Udayana Bali.
- Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution. 2008. *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana.
- Peraturan Bank Indonesia Nomor.10/11/PBI/2008 tentang Sertifikat Bank Indonesia Syariah
- Sigit Pramono dan Aziz Setiawan. 2008. *Peran Obligasi Syariah dalam Pengembangan Infrastruktur*. Jakarta
- Singgih Santoso. 2012. *Aplikasi SPSS Pada Statistik Parametrik*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Sri Nurhayati dan Wasilah. 2015. *Akuntansi Syariah Di Indonesia*, Edisi 4, Jakarta: Salemba Empat
- Sri Rahayu, dkk. 2013. Analisis Pengaruh Faktor Internal Emiten Terhadap Bagi Hasil Investor Pada Obligasi Syariah *Mudharabah* Di Indonesia. *Jurnal. JEAM* Vol XII No. 1, ISSN: 1412-5366. Universitas Jember.
- Sugiyono. 2014. *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Kanisius.
- Wahyu Pratiwi. 2014. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Sewa *Sukuk*. *Accounting Analysis Journal* ISSN 2252-6765. Universitas Negeri Semarang.
- Zainuri Yahya. 2012. Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Jumlah Bagi Hasil Obligasi Syariah (*Sukuk*) *Mudharabah* di Indonesia. *Skripsi*. FE-UIN

www.bi.go.id

www.ojk.go.id

www.ksei.co.id